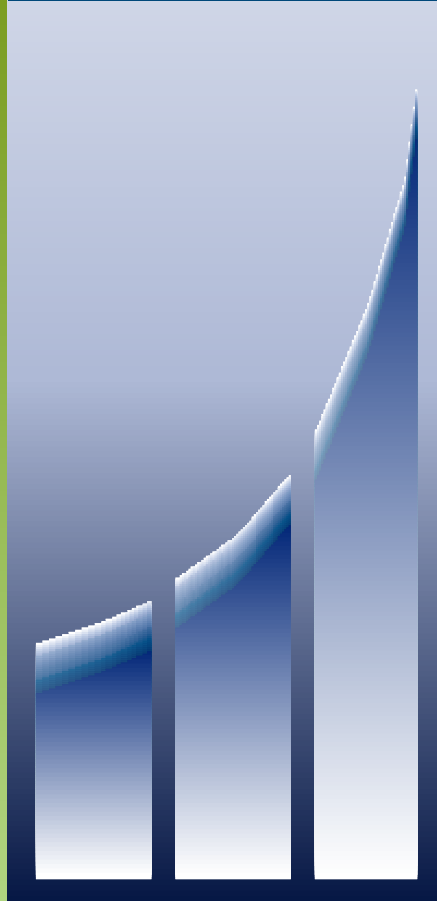


TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

54

Octubre de 2006



FEDESARROLLO

Director Ejecutivo
Mauricio Cárdenas S.

TENDENCIA ECONÓMICA

Directora
Natalia Salazar F.

Editor
Óscar Becerra C.

Asistente
Carlos Felipe Prada L.

Calle 78 No. 9-91
Teléfono: 312 53 00
Fax: 212 60 73
[http: www.fedesarrollo.org](http://www.fedesarrollo.org)
Bogotá D. C., Colombia

Editorial: ¿Cuál es la reforma financiera que necesita Colombia?

Actualidad: La evolución de la economía en 2006 y expectativas para el corto y mediano plazo

Encuesta de Opinión Financiera

Encuesta de Consumo

Encuesta de Opinión Empresarial

Indicadores Económicos

¿Cuál es la reforma financiera que necesita Colombia?

Después de la crisis de 1998 y 1999, el sector financiero colombiano se ha venido recuperando satisfactoriamente. Así lo evidencian los diferentes indicadores de rentabilidad, solvencia y calidad y cubrimiento de la cartera. Además, el crédito ha ganado participación dentro de los activos, frente a las inversiones. Esto es sin lugar a dudas una buena noticia. Un sector financiero saludable y rentable son condiciones indispensables para el buen funcionamiento de la economía. Sin embargo, todavía quedan esfuerzos por hacer en la medida en que el sector financiero colombiano no ha podido superar algunos problemas estructurales que lo han caracterizado de tiempo atrás.

En efecto, los niveles de profundización financiera son todavía bajos si se tienen en cuenta indicadores como el crédito bancario sobre PIB, que sólo llega a 40%, mientras en países como Estados Unidos supera 200% y en Chile se acerca a 70%. Así mismo, los niveles de bancarización son reducidos, de manera que una gran proporción de la población no tiene acceso a ningún servicio financiero. Aquí estamos hablando de los servicios básicos como mantener una cuenta corriente o de ahorros en una entidad bancaria, o utilizar una tarjeta débito o crédito para realizar transacciones. Por supuesto, el acceso al crédito sigue estando concentrado en la población de altos ingresos de los grandes centros urbanos. En el mismo sentido, encuestas internacionales muestran que la baja disponibilidad de financiamiento es una de las principales limitantes para lograr mayores niveles de competitividad. Por último, los costos de acceder a los servicios financieros, aunque han bajado continuamente desde inicios de los años 90, todavía son elevados. Parte de esa explicación está en el hecho que, como lo demuestran varios estudios, el sector todavía tiene espacio para hacer mejoras en eficiencia.

Estos problemas estructurales constituyen el punto de partida del ejercicio que viene haciendo el Gobierno, el cual busca identificar de dónde provienen estos obstáculos y en dónde están las posibles soluciones. Para avanzar en el diseño de una Reforma Financiera, el Gobierno contrató varios estudios, los cuales podríamos clasificar en tres grandes temas. El primer grupo de trabajos abarcó lo relacionado con estructura, concentración, eficiencia y bancarización. El segundo se concentró en los aspectos de la infraestructura e institucionalidad como la protección de los derechos de acreedores, la calidad y uso de la información crediticia y los elementos de represión que aún se mantienen. El último gran tema se orientó a estudiar varios aspectos de seguros y pensiones.

El gobierno ya tiene en sus manos las principales recomendaciones y ha venido actuando en varios frentes como la creación de la Banca de las Oportunidades, la reglamentación de las corresponsalías bancarias, la presentación de un proyecto

PATROCINADORES:



**Titularizadora
Colombiana**
UNA CASA PARA TODOS

de *Habeas Data* y otro más sobre procesos de insolvencia. Sin embargo, de los estudios se derivan muchas más recomendaciones, todas importantes, aunque algunas más fáciles de implementar que otras. En efecto, algunos cambios, si es que se adoptan, requieren de un decreto del Gobierno, mientras otros sólo pueden realizarse a través de reformas al Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, o al Código de Procedimiento Civil o a la misma Constitución.

En este sentido, Fedesarrollo cree, sin desconocer el gran aporte de todos los estudios, que el Gobierno tiene que hacer una priorización de temas. Primero, porque introducir demasiados cambios simultáneamente puede no resultar óptimo en términos de los costos que traerían consigo los ajustes frente a los beneficios de largo plazo. Segundo, porque varias de las modificaciones propuestas contienen elementos que pueden resultar impopulares, de manera que el gobierno, si bien cuenta con un capital político importante, tiene que medirlo y utilizarlo allí dónde más lo necesita. Esta consideración resulta todavía más relevante dado que el Gobierno debe hacer esfuerzos en otros campos, como el fiscal (reforma tributaria y a las transferencias) y comercio exterior (TLC con Estados Unidos).

La pregunta es entonces cómo hacer esa priorización. En opinión de Fedesarrollo, el criterio debe ser la identificación de los elementos que más están obstaculizando el logro de mayores niveles de profundización y eficiencia y, así sea fácil o difícil, atacarlos en una primera fase. Paralelamente deberán estudiarse otros aspectos y producir una segunda oleada de cambios, y así sucesivamente. De esta manera, tal vez lo más recomendable no es pasar una Gran Reforma Financiera, sino más bien, a través de una buena política financiera, introducir gradualmente los ajustes necesarios tendientes a la superación de los problemas estructurales mencionados atrás.

Después de la revisión de los estudios y recomendaciones, una de las primeras medidas que Fedesarrollo propone es atacar los aspectos relacionados con la represión financiera. De acuerdo con los estudios sobre el tema, si estos no hubieran existido la profundización financiera podría ser 25% más elevada y los márgenes de intermediación 2 o 3 puntos más bajos. Fedesarrollo insiste entonces en la necesidad de eliminar de manera pronta el impuesto a los movimientos financieros, el cual fue introducido de manera temporal y, remplazarlo por una fuente de recursos que produzca menos distorsiones en la economía. Los avances que puedan producirse en materia de límites a las tasas de interés (por ejemplo, sobre la tasa de usura y los créditos hipotecarios) serían también sumamente oportunos.

Por otra parte, Fedesarrollo coincide con el Gobierno en la idea de avanzar desde ya en el tema de infraestructura e institucionalidad, en particular en lo concerniente a las centrales de información crediticia y a la protección a los derechos de los acreedores. Por lo tanto debe aprovecharse el que por fin, después de varios intentos, el Gobierno y el Congreso llegaron a un acuerdo en materia de reglamentación de las bases de datos, el

cual está reflejado en la propuesta que actualmente se discute en el Congreso. Algunos temas del proyecto pueden ser mejorados (como la obligación de notificación anterior al registro) pero otros, como el de la permanencia del dato negativo por un período de 5 años, debe defenderse decididamente, acercando a Colombia a de los estándares internacionales. En cuanto a los derechos de los acreedores, los esfuerzos están apenas comenzando. En este aspecto Colombia se encuentra francamente rezagada. Si bien los cambios pueden resultar difíciles pues exigen reformas al Código de Procedimiento Civil y al esquema judicial existente en Colombia, no cabe duda de que un buen rediseño de los procesos de insolvencia y de toma de garantías redundarán en mayor acceso y menor costo del crédito para las empresas y las personas.

Sobre la estructura, las propuestas del Banco Mundial y Anif apuntan en dos sentidos. Por una parte, buscan promover mejoras en eficiencia al avanzar más hacia un esquema de multibanca y permitir que los bancos presten directamente (y de forma voluntaria) algunos servicios como son el leasing, la fiducia y la banca de inversión. Por otro lado, las propuestas sugieren un cierto reordenamiento de entidades, creando un sólo vehículo especializado en la administración de carteras colectivas así como la conformación de unas entidades que puedan involucrarse en toda la gama de negocios de banca de inversión (algo que hoy está compartido entre las corporaciones financieras y los comisionistas de bolsa). Ello, principalmente, con el fin de superar los problemas de arbitrajes regulatorios que surgen cuando varios tipos de entidades que desarrollan los mismos negocios están sometidos a regulaciones diferentes. Fedesarrollo está plenamente de acuerdo con la primera propuesta, la de permitir que los bancos, si quieren, se involucren directamente en leasing, fiducia y banca de inversión. En cuanto a la segunda, sugiere avanzar más bien en una línea intermedia, produciendo regulaciones homogéneas para entidades que desarrollan las mismas actividades. Al fin y al cabo, dentro del marco regulatorio existente, el mercado ha transitado hacia una mayor consolidación. En ese proceso se han identificado estrategias diferentes y hasta ahora exitosas, algunas consolidando hasta donde es posible y otras manteniendo los diferentes vehículos especializados.

Por último, el tema de seguros y pensiones es en sí un tema grueso. Las propuestas al respecto van desde cambios a la regulación sobre las inversiones de los fondos de pensiones y las compañías de seguros hasta reformas al diseño pensional actual y a la Constitución. En línea con lo dicho anteriormente, varias medidas pueden ser implementadas rápida y fácilmente; esto debe hacerse. Otras requieren de mayor estudio. Al respecto, el mensaje fundamental que Fedesarrollo quiere dejar es que los pensionados de los fondos privados van a aumentar en un futuro cercano y, por lo tanto, se debe pensar la fase de desacumulación, propendiendo por un diseño adecuado de los esquemas de retiro. No podemos incurrir de nuevo en errores pasados como los del ISS.

La evolución de la economía en 2006 y expectativas para el corto y mediano plazo

Las últimas cifras reveladas por el DANE indican que la alta volatilidad que presentaron los mercados financieros en los meses de mayo y junio no afectó el dinamismo que traía la economía colombiana. Por el contrario, las cifras del DANE conocidas hasta el primer semestre señalan el buen momento por el que ésta está atravesando. En efecto, en los dos primeros trimestres del año la economía creció en 5,53% y 5,96%, respectivamente, de manera que en el primer semestre del año, el PIB acumuló una variación de 5,74%. Con esta nueva información, Fedesarrollo ha revisado sus proyecciones para el período 2006-2011.

En esta nota queremos presentar un breve resumen de lo que ha ocurrido en los últimos meses en materia de crecimiento, los principales supuestos detrás de las proyecciones de nuestro escenario base 2006-2011 (al cual le asignamos una mayor probabilidad), los principales riesgos que a nuestro juicio enfrenta la economía en el corto, mediano y largo plazo y de qué manera su materialización podrían afectar la senda de crecimiento para los próximos años.

El crecimiento económico del primer semestre de 2006

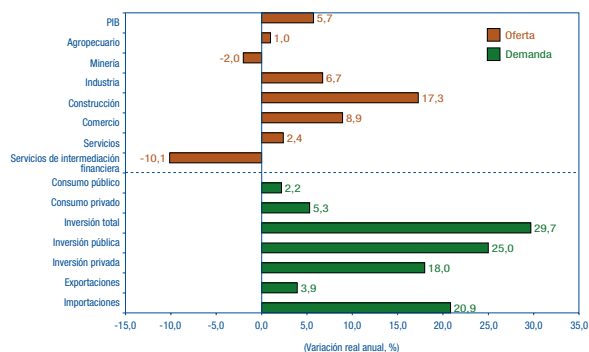
El crecimiento del primer semestre fue impulsado principalmente por el desempeño de los sectores no transables de la economía, tales como la construcción (que creció 17,3% en el primer semestre), el comercio (8,9%) y los servicios de transporte y comunicaciones (10,3%). No obstante, vale la pena destacar el repunte de la industria manufacturera (6,7%) que en el año 2005 había mostrado cierto desaliento. Éste a su vez parece haber sido influenciado por las actividades económicas que más crecieron. De hecho, al interior de la industria, los sub sectores que experimentaron una mayor variación del PIB fueron el de vidrio, productos de vidrio y otros productos no metálicos (22,5%) y equipo de transporte (13,0%). Por su parte, las ramas de actividad económica que mostraron menor dinamismo fueron la agropecuaria, minera y financiera, las cuales registraron tasas de crecimiento de 1,0%, -2,0% y -10,1%, respectivamente.

Por el lado de la demanda, el impulso más fuerte al crecimiento vino por el lado de la inversión (con un crecimiento del 29,7% en el primer semestre), especialmente del sector público (25,0%)¹, seguido por el consumo privado que permaneció altamente dinámico (5,3%). Por el contrario, las exportaciones

y el consumo público mostraron un desempeño modesto en el primer semestre (3,9% y 2,2%, respectivamente) (Gráfico 1). Debe señalarse que una parte del crecimiento de la demanda agregada ha sido atendida por importaciones, las cuales crecieron 20,9% en los primeros seis meses del año. De manera interesante, esta distribución del crecimiento es diferente a la observada en el promedio de América Latina y el Caribe, en donde en los últimos años las exportaciones han sido uno de los principales motores del crecimiento y las importaciones, si bien reflejan un incremento importante, lo han hecho a un menor ritmo que en el caso colombiano (Gráfico 2).

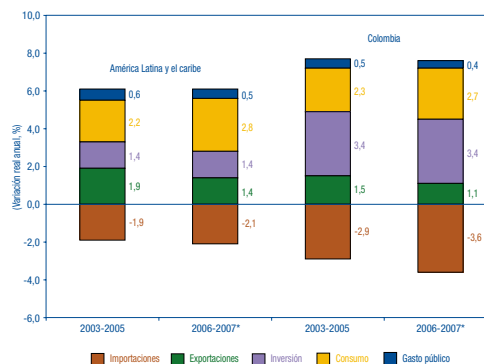
Son múltiples los factores internos y externos que explican el buen momento de la economía colombiana. Dentro de los aspectos internos vale la pena destacar el efecto positivo que han tenido los avances en seguridad sobre la confianza de los consumidores y los empresarios. En efecto, de acuerdo

Gráfico 1
CRECIMIENTO DEL PIB POR COMPONENTES
PRIMER SEMESTRE DE 2006



Fuente: DANE.

Gráfico 2
CONTRIBUCIONES AL CRECIMIENTO DE LA DEMANDA AGREGADA EN LATINOAMÉRICA Y EL CARIBE Y COLOMBIA



* Proyectado.

Fuente: Banco Mundial, DANE y proyecciones de Fedesarrollo.

¹ Banco de la República (2006). Notas para la presentación de José Darío Uribe, Gerente General del Banco de la República, en el seminario Macroeconómico y Sectorial "Avances en el Mercado de Capitales de Colombia", organizado por ANIF y Fedesarrollo.

con los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, los empresarios perciben que frente a los últimos 18 años, las actuales condiciones económicas y sociopolíticas para la inversión son las mejores. Así mismo, la confianza de los hogares también se encuentra en su punto más alto desde que Fedesarrollo aplica la Encuesta al Consumidor. En el frente interno también han contribuido las bajas tasas de interés internas y la alta disponibilidad de crédito. Por último, el ritmo de crecimiento de la inversión pública ha influido, sin duda, en la evolución de la demanda agregada. Dentro de los factores externos, se destaca el buen comportamiento de la economía mundial, la cual está creciendo a tasas del orden de 5%, los altos precios de los *commodities* y las importantes entradas de capital, especialmente de inversión extranjera directa.

¿Cuáles son los principales riesgos para la economía en el corto y mediano plazo?

Antes de presentar los principales resultados de los ejercicios de proyección, resulta importante anotar que si bien la economía colombiana parece haber encontrado una nueva senda de crecimiento alrededor de tasas favorables de 5%, existen algunos riesgos de corto, mediano y largo plazo, que bien vale la pena comentar. Identificamos tres posibles riesgos, algunos con mayor probabilidad de materializarse frente a otros.

En primer lugar, en el corto plazo, se identificó un riesgo asociado con presiones inflacionarias. En efecto, aunque la inflación se ubica en niveles históricamente bajos, en los últimos meses se han tenido registros menos favorables y podrían aparecer en el futuro eventuales presiones de demanda. Esta apreciación se basa en los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial que muestran que, en algunos sectores, la capacidad instalada de las empresas podría ser insuficiente para satisfacer los niveles esperados de demanda por parte de las empresas. De todas maneras, es de esperar que el Emisor utilice todos los mecanismos necesarios para mantener la inflación bajo control y que las tasas de interés sigan aumentando en los próximos meses. Esto, si bien no puede tener un efecto negativo sobre el crecimiento, sí estará dirigido a controlar eventuales crecimientos desbordados de la demanda interna.

Con una menor probabilidad, identificamos un segundo riesgo relacionado con el desempeño económico futuro de dos de nuestros principales socios comerciales (Estados Unidos y Venezuela), lo cual podría influir en forma importante sobre el ritmo de crecimiento de la economía colombiana. Existe un grupo importante de analistas que argumentan que hay una alta posibilidad de una fuerte desaceleración en Estados Unidos en 2007, lo que necesariamente implicaría una reducción en la demanda de exportaciones colombianas. Si se combina esto con el fin de las preferencias del ATPA-ATPDEA en diciembre de este año y la imposibilidad de acceder a algún tipo de extensión de este programa o la puesta en marcha del TLC, el aumento de los

aranceles implicaría una pérdida de competitividad importante para los productos colombianos. Creemos, sin embargo, que la posibilidad de que estos sucesos ocurran simultáneamente es reducida.

La otra preocupación tiene que ver con la salida de Venezuela de la CAN. Si bien las cláusulas establecen que al salir algún miembro del Acuerdo, las condiciones comerciales se mantendrán por un período de 5 años, no es del todo seguro que sean cumplidas a cabalidad por parte del gobierno venezolano, impactando significativamente los flujos de comercio bilateral. A este hecho también le asignamos una baja probabilidad de ocurrencia, pero si sucediera las exportaciones más afectadas serían las industriales, que representan el 85,4% de las exportaciones totales hacia este país y el 23% del total de exportaciones de este sector.

El último riesgo está relacionado con las dificultades de financiamiento interno y externo que se puedan presentar en los próximos años. Al respecto, vale la pena anotar que en el Marco Fiscal de Mediano Plazo, el déficit del Gobierno Nacional Central y del sector público consolidado se mantendrá alrededor de 5,0% y 2,0% del PIB, respectivamente, entre los años 2007-2011. Sin embargo, estos escenarios suponen la aprobación en el Congreso tanto de la reforma tributaria como de la reforma a las transferencias (con una regla como la actual). Cálculos de Fedesarrollo sugieren que de no pasar la reforma tributaria el déficit del GNC sería mayor en promedio, en 0,32% cada año, debido a que algunos impuestos transitorios desaparecerían y producirían una reducción de los ingresos tributarios. Por su parte, la no aprobación de la reforma a las transferencias implicaría un déficit del GNC mayor en 2,0% del PIB para esos años.

Por último, un segundo riesgo de financiamiento podría venir por el lado de la cuenta corriente de la balanza de pagos, cuyo déficit podría llegar a superar el 3% del PIB. Ello ocurriría en el caso en el que el aumento de los pagos de utilidades y dividendos al exterior, derivados de una mayor inversión extranjera, no se vean compensados por un favorable superávit en la balanza comercial.

Principales proyecciones de crecimiento y balanza de pagos para el período 2006-2011

Con base en estos resultados, Fedesarrollo ha calculado sus proyecciones de crecimiento económico y de balanza de pagos para el período 2006-2011. En las proyecciones del escenario básico se supone que las condiciones internas y externas se mantienen favorables para Colombia. En particular, suponemos que la mayoría de los riesgos presentados anteriormente no se materializan, salvo el de una leve desaceleración de Estados Unidos para el año entrante y aumentos graduales de las tasas de interés externas e internas. El Cuadro 1 resume los principales supuestos usados en nuestros cálculos. En general, el modelo considera una reducción importante de la producción de petróleo

Cuadro 1
PRINCIPALES SUPUESTOS USADOS PARA LAS PROYECCIONES
DE FEDESARROLLO

Supuestos generales	2006	2007	Promedio 2008-2011
Pesos/USD (fin de año)	2.450,0	2.500,0	2.765,0
Devaluación peso/USD (fin de año)	7,3	2,1	4,0
IED (% del PIB)	4,2	3,3	3,4
Producción petróleo (KBD)	530,0	485,0	450,0
Exportaciones carbón (mill. toneladas)	62,0	70,9	96,0
Exportaciones café (mill. sacos)	10,3	10,4	10,4
Precios externos (promedio anual)			
Precio del café (USD centavos/libra)	119,0	113,0	97,0
Precio del petróleo (USD/barril)	68,0	64,9	54,8
Precio del carbón (USD/tonelada)	59,8	53,8	44,2
Crecimientos internacionales			
Estados Unidos (%)	3,5	2,8	3,0
Venezuela (%)	7,5	5,1	3,8
Unión Europea (%)	2,2	1,8	2,0

Fuente: Ecopetrol, UPME, Banco de la República, Banco Mundial, Consensus Forecast y proyecciones de Fedesarrollo.

para 2007 y un buen comportamiento de la producción de carbón y de café. Así mismo, se espera una tendencia decreciente en el mediano plazo de los precios internacionales de estos tres productos. Tal vez, el supuesto más importante tiene que ver con el comportamiento económico futuro de nuestros principales socios comerciales. Aquí, la principal consideración es que no habrá una fuerte desaceleración de Estados Unidos en 2007 y que esta economía crecerá a una tasa de 2,8% en ese año.

Así, de acuerdo con nuestras estimaciones, el crecimiento de la economía colombiana al cerrar el año 2006 se ubicará en 5,6%, principalmente debido a que se mantienen las buenas condiciones del primer semestre del año y se presenta una recuperación de sectores importantes para la economía, como la minería. No obstante, la agricultura seguirá mostrando un pobre desempeño y crecerá a tasas moderadas del 2,0%. Para 2007 se espera un crecimiento económico de 5,2%. Esta leve desaceleración se puede atribuir en buena medida a una reducción importante de producción petrolera y a un menor aumento de las exportaciones de crudo. En el mediano plazo, se supone que se va a mantener un buen ritmo en la inversión pública y privada y un relativo dinamismo del consumo. Esto ayudará a que finalmente el crecimiento de la economía tienda a estabilizarse alrededor de 4,7% del PIB en el período 2008-2011 (Cuadro 2).

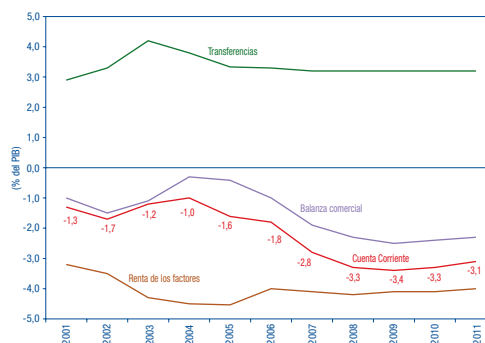
Fedesarrollo proyecta un déficit en cuenta corriente de 1,8% del PIB al finalizar 2006, 2,8% del PIB en 2007 y de 3,3% del PIB en el mediano plazo (Gráfico 3). El aumento del déficit en 2007 se debe en primer lugar a una profundización del saldo negativo en la balanza comercial por la disminución de las exportaciones de petróleo y, en segundo lugar, por la tendencia decreciente de los precios de commodities. Un tercer factor

Cuadro 2
PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DE FEDESARROLLO 2006-2011

	2006	2007	Promedio 2008-2011
PIB	5,6	5,2	4,7
Por el lado de la oferta			
Agropecuario	2,1	3,1	3,0
Minería	4,7	1,5	4,3
Industrial	6,6	6,0	5,8
Construcción	16,9	13,2	7,1
Comercio	8,1	7,7	6,8
Servicios	4,3	3,9	3,7
Por el lado de la demanda			
Consumo público	3,4	3,2	3,8
Consumo privado	5,2	5,1	4,8
Inversión privada	18,0	12,6	6,7
Inversión pública	20,0	14,5	7,4
Exportaciones	7,7	7,9	9,0
Importaciones	15,2	12,7	9,7

Fuente: Proyecciones de Fedesarrollo.

Gráfico 3
DÉFICIT DE CUENTA CORRIENTE, 2006-2011



Fuente: Banco de la República y proyecciones de Fedesarrollo.

tendría que ver con la desgravación arancelaria negociada en el TLC, que contribuiría a un resultado menos favorable en la balanza comercial. En efecto el aumento de las importaciones no podría ser compensado completamente por el de las ventas externas. Por otra parte, el déficit en el rubro de renta de los factores se mantendrá estable como proporción del PIB (alrededor de 4%). Ello se explica porque si bien se registrará una reducción del servicio de la deuda externa, como consecuencia de los cambios en la composición del endeudamiento del sector público, ocurrirá al mismo tiempo una mayor salida de recursos por concepto de pagos de utilidades y dividendos. La Inversión Extranjera Directa se mantendría alrededor de 3% del PIB. Si bien este porcentaje es inferior al observado en 2005, cuando sucedieron hechos particulares como la venta de Bavaria y Coltabaco, ésta permanecerá en un nivel elevado frente al promedio histórico, básicamente como consecuencia de los efectos positivos del TLC.

Los administradores esperan incrementos en las tasas de interés

En los últimos meses se ha registrado un aumento importante en las expectativas de inflación por parte de los administradores de portafolio. En general, entre los meses de abril y septiembre de 2006 el balance a esta pregunta se ha situado alrededor de 54% neto, sugiriendo que son más los administradores que piensan que la inflación va a aumentar frente a los que piensan lo contrario. Así, en septiembre el 57% pensaba lo primero y 16% lo segundo, arrojando un balance de 41%. Vale la pena resaltar, sin embargo, que si bien este balance sigue siendo alto, disminuyó frente a agosto cuando se situó en 53% neto (Gráfico 1). Esta reducción en el balance pudo obedecer al hecho que ha venido siendo cada vez más evidente la preocupación del Banco de la República acerca del comportamiento futuro de la inflación, lo cual lleva a pensar a los inversionistas que éste va a utilizar todas las herramientas que tiene a su alcance para asegurar el control de la inflación.

De manera consistente, los últimos resultados de la Encuesta de Opinión Financiera de la BVC y Fedesarrollo, la cual fue aplicada durante el período comprendido entre 21 y 29 de septiembre de 2006, muestran que la totalidad de los administradores esperan un aumento en la tasa de interés del Banco de la República durante los próximos seis meses. En efecto, el balance a dicha pregunta pasó de 88% neto en agosto a 100% neto en septiembre (Cuadro 1). Este resultado pudo estar relacionado con el dato de la inflación de agosto (4,72%) y el aumento en la tasa de intervención del Emisor realizada el 29 de septiembre (25Pb).

Los títulos atados al IPC continúan siendo el activo más preferido

Los títulos atados al IPC continuaron siendo el activo preferido. Las expectativas de incrementos en la inflación han aumentado la preferencia de los administradores de fondos por títulos de esta naturaleza. En septiembre, el 45% neto de los inversionistas encuestados manifestó que espera incrementar su posición en estos activos. Si bien, en agosto la preferencia había sido mayor (67% neto), el resultado obtenido en septiembre muestra que el interés por títulos indexados al IPC continúa siendo importante (45% neto).

El segundo activo elegido por los administradores para invertir son los papeles atados a la DTF. A pesar de la disminución en el apetito por estos títulos, éste se mantiene en niveles altos. Así, frente a un registro de 51% neto obtenido en el mes anterior, en septiembre, un 34% neto expresaron su preferencia por dichos papeles.

Dado lo anterior, el Índice de Activo Preferido (IAP) de los TES de corto plazo presentó un nuevo retroceso frente a los títulos atados al IPC y DTF. La mayor preferencia por estos papeles frente a los TES de corto plazo, está relacionada con los recientes resultados de inflación y los aumentos esperados en las tasas de interés (Gráfico 2).

Cuadro 1
EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS PARA LOS PRÓXIMOS SEIS MESES (% neto de respuestas)

	Septiembre (%)	Agosto (%)	Cambio (puntos)
Tasa de interés BanRep	100	88	12
Inflación	41	53	-12
Tasa de cambio*	34	34	0
Spread	36	34	2
Crecimiento económico	-9	-12	3

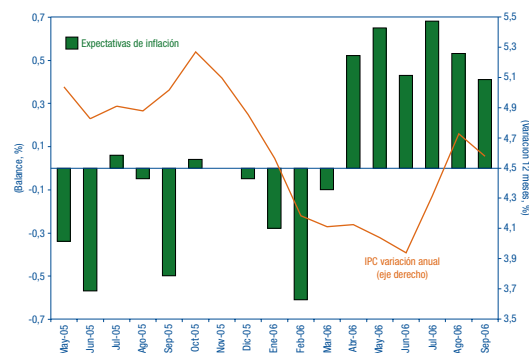
El balance representa la diferencia entre el porcentaje de respuestas positivas y el de respuestas negativas.

(+): Aumentará; *Depreciación

(-): Disminuirá; *Apreciación

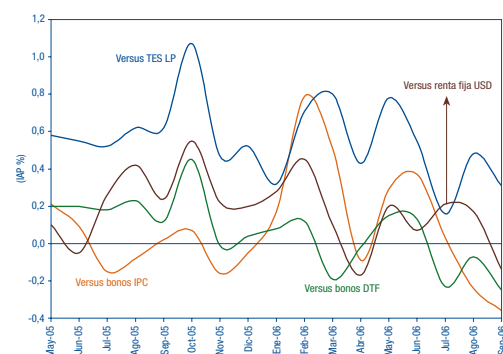
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC-Fedesarrollo.

Gráfico 1
INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo.

Gráfico 2
ÍNDICE DE ACTIVO PREFERIDO PARA LOS TES DE CORTO PLAZO



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo.

A pesar de una leve reducción, la confianza se mantiene en niveles elevados

El nivel del Índice de Confianza del Consumidor (ICC) continuó en niveles altos frente a los de 2005, como reflejo de un mayor optimismo de los hogares encuestados. En septiembre pasado el índice se ubicó en 25,3 puntos, cifra inferior a la del mes inmediatamente anterior, pero superior al 18,9 registrado un año atrás. Así, el promedio del índice para el tercer trimestre del año se ubica en 29,2 puntos, lo cual representa un incremento de 6,3 puntos en relación con el promedio del tercer trimestre del año anterior. Con todo, el comportamiento del índice continúa evidenciando una tendencia creciente (ver Gráfico 1).

Es importante anotar que el resultado de septiembre puede obedecer a un comportamiento estacional. En efecto, el análisis de las cifras de la encuesta para los años anteriores muestra siempre una caída para ese mes en particular (Gráfico 2).

La evolución de los componentes del ICC señala que en septiembre la reducción en éste obedeció más a la percepción menos favorable de los hogares sobre la situación del país dentro de un año que a las expectativas menos buenas sobre las condiciones económicas del propio hogar.

En efecto, el balance de encuestados que cree que la situación del país va a mejorar se redujo de 23,1% neto en agosto a 9,7% neto en septiembre, y simultáneamente, aquel que considera que los tiempos futuros serán económicamente buenos pasó de 30,8% en agosto a 20,5% en septiembre. Esto es interesante y debe ser interpretado con cierta cautela. En efecto, a finales de septiembre ya se conocía la sobresaliente cifra de crecimiento del PIB para el primer semestre de 2006 (5.7% anual), lo cual pudo llevar a muchos hogares a pensar que todavía mejores resultados económicos podrían ser difíciles de obtener, mientras que los que tenían dudas sobre el dinamismo económico que mantiene la economía disminuyeron. Por lo tanto, y sólo observaciones adicionales pueden corroborar este hecho, es posible que la confianza de los hogares aumente de manera más moderada en los próximos meses, manteniéndose, en todo caso, en niveles altos frente a los registros históricos. Por su parte, la percepción del hogar sobre su propia situación en el futuro muestra mejores resultados frente a los del mismo mes del año anterior. El balance a esta pregunta presentó un aumento de 12,2 puntos porcentuales en el último año.

Expectativas de desempleo

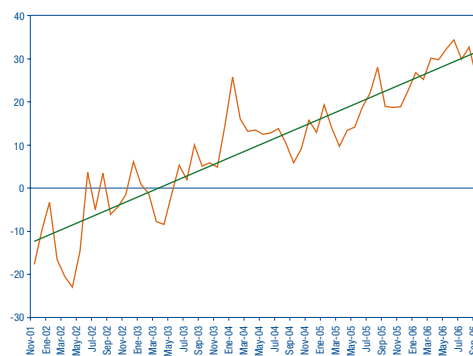
Las expectativas sobre la generación de empleo en los próximos meses también mostraron un retroceso frente al mes anterior. Así, el porcentaje neto de encuestados que esperan un incremento en el desempleo en los próximos doce meses pasó de -0,6% en agosto a 10,8% en septiembre. El Gráfico 3 señala que los períodos de alto dinamismo del empleo han estado asociados con un comportamiento favorable de las expectativas en materia de desempleo que se derivan de la encuesta. De alguna manera, esto sería consistente con las últimas cifras divulgadas por el DANE que

Cuadro 1
RESUMEN DE RESULTADOS
ENCUESTA DE CONSUMO

	Agosto 2006	Septiembre 2006	Cambio mensual	Cambio anual
ICC	32,6	25,3	-7,3	6,4
IEC	32,1	23,6	-8,5	1,6
ICE	33,4	27,9	-5,5	13,6

Fuente: Encuesta de Consumo de Fedesarrollo-Invamer.

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DEL ICC Y SU TENDENCIA



Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Invamer.

Gráfico 2
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR (ICC)
(Agosto - septiembre)



Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Invamer.

reportaron un incremento de la tasa de desempleo total nacional hasta 12,9% para el mes de agosto.

Tendencias del consumo

El Índice de Condiciones Económicas (ICE), combina la situación económica de los hogares con las condiciones para adquirir bienes durables de consumo habitual como muebles y electrodomésticos. Este índice registró un descenso menor que los demás: el ICE se redujo en 5,6 puntos y se ubicó en 27,9 en septiembre de 2006. El alto nivel del índice es una muestra que son más los consumidores que consideran que, dada su situación económica, las condiciones para consumir son favorables, frente a aquellos que opinan que son desfavorables.

Por el lado de la disposición para la compra de vehículo, se aprecia que ésta disminuyó en septiembre. De hecho, el balance a la pregunta sobre la disposición de compra de este tipo de bien pasó de 6,6% neto en agosto a 0,2% neto en septiembre. Sin embargo, es interesante que se mantenga en niveles positivos cuando el promedio histórico entre noviembre de 2001 y septiembre de 2006 fue de -30% neto (Gráfico 4).

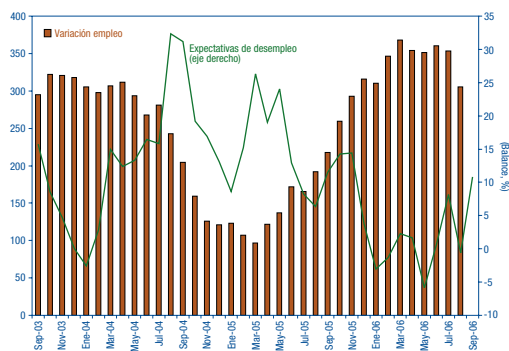
Por otra parte, la disposición para la compra de vivienda ha tenido un repunte entre agosto y septiembre. El balance de la pregunta que evalúa si es un buen momento para comprar vivienda subió de 38,9% neto a 44,7% neto. Lo anterior refleja una subida de 5,9 puntos porcentuales respecto al mes anterior y un avance significativo de 23,3 puntos porcentuales frente al registro obtenido en septiembre de 2005.

Los estratos bajos registran los mayores niveles de confianza

En septiembre de 2006 el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) presentó una disminución en todos los estratos, siendo el estrato bajo el que sigue registrando el mayor nivel de confianza (Gráfico 5). En efecto, mientras en los estratos altos y medios el ICC registró en septiembre 23,7 y 23,2 puntos, respectivamente, en los estratos bajos se obtuvo un nivel de 26,3 puntos. Los resultados de septiembre, como se mencionó anteriormente, obedecen a comportamientos estacionales y no indican una caída abrupta en la confianza de los consumidores. Así, la variación anual del ICC fue positiva para los estratos medios y bajos; de 11,5 y 5,0 puntos respectivamente.

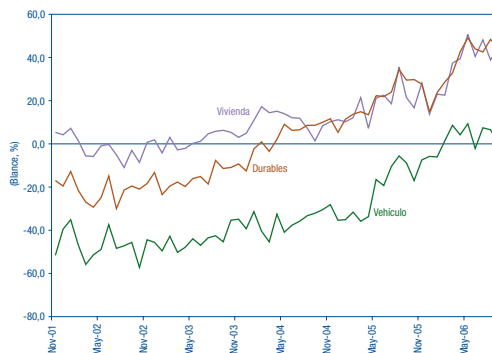
Por el lado del Índice de Condiciones Económicas (ICE), también se presenta en septiembre un mejor registro en los estratos bajos. De hecho, con 32,6 puntos y una variación mensual de 3,4 puntos fue el único estrato para el cual se registró variación positiva con respecto al mes inmediatamente anterior. Es importante señalar, sin embargo, que la variación anual del índice para los tres estratos fue, en promedio, de 12,7 puntos.

Gráfico 3
DINÁMICA DE EMPLEO Y EXPECTATIVAS DE DESEMPEÑO DE LOS HOGARES



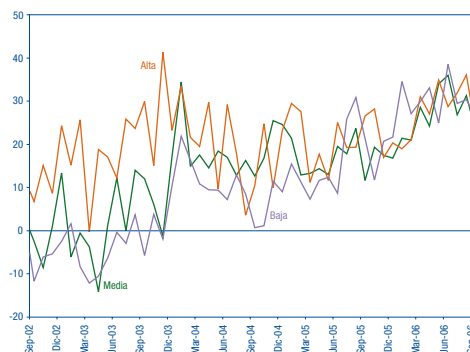
Nota: la variación del empleo se toma como el cambio absoluto anual de ocupados para 13 áreas metropolitanas, como media móvil (miles de personas). Fuente: Encuesta de Consumo de Fedesarrollo - Invamer. DANE-ENH. Cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 4
CONDICIONES PARA COMPRAR CIERTO TIPO DE ARTÍCULOS



Fuente: Encuesta de Consumo de Fedesarrollo - Invamer.

Gráfico 5
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR (Estratos)



Fuente: Encuesta de Consumo de Fedesarrollo - Invamer.

La confianza industrial registra un máximo histórico

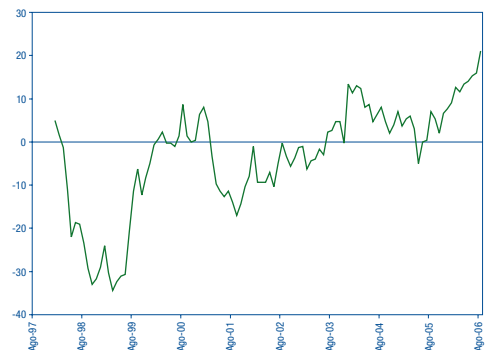
En lo corrido del año hasta julio, la producción real de la industria manufacturera (sin trilla) creció un 8,32% anual mientras que las ventas industriales lo hicieron a una tasa de 9,14%. Ese buen dinamismo observado al comienzo del tercer trimestre parece mantenerse, si se tiene en cuenta la evolución observada del Índice de Confianza Industrial (ICI), calculado a partir de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo. En agosto, con un incremento de 14 puntos respecto al mismo mes del año anterior, el ICI presenta un nivel de 21 puntos, el nivel más alto desde que se aplica la encuesta. Si se analizan los componentes del indicador se estima que la mayor confianza se debe principalmente al comportamiento del nivel actual de pedidos y de las expectativas de producción para los próximos tres meses. Con relación al nivel actual de pedidos, el 28% de los industriales encuestados considera que es adecuado, el 14% que no lo es, y el restante 58% que es normal. Así, el balance se ubica en 14%, resultado superior frente al obtenido el mismo mes del año anterior en el cual el registro fue de -12%. Por otro lado, las expectativas de producción presentaron un comportamiento favorable en agosto. Mientras el 48% de los industriales espera que la producción aumente, sólo el 3% opina lo contrario. De esta manera, se obtiene un balance de 45%, 6 puntos porcentuales superior al obtenido en el mismo mes del año anterior (Gráfico 1).

La utilización de la capacidad instalada se encuentra en niveles elevados

Cada tres meses la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo incluye una pregunta sobre el porcentaje de utilización de la capacidad instalada en las empresas. Los últimos resultados (agosto de 2006) señalan que el porcentaje de utilización de la capacidad instalada aumentó a 76%. Este resultado es superior en cerca de 4 puntos porcentuales al registrado en el mismo mes de 2005 y mayor en 4,7 puntos porcentuales con respecto al promedio del período 1981-2006. Si bien este resultado es interesante pues indica el buen momento por el que está atravesando la industria en Colombia, también sugiere eventuales cuellos de botella en materia de capacidad instalada que, a su vez, podrían comenzar a reflejarse en presiones sobre los precios por el lado de la demanda (Gráfico 2).

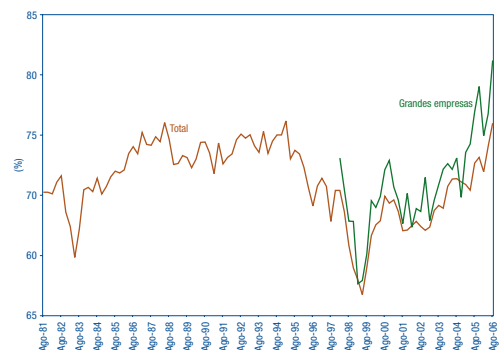
En cuanto a los resultados según actividad industrial, el Gráfico 3 reporta las cuatro actividades industriales con mayor utilización y las cuatro con menor. Dentro de las clasificaciones industriales que mayor utilización de la capacidad instalada presentan se encuentran papel y cartón, productos metalúrgicos básicos, y los minerales no metálicos, con porcentajes de utilización de 88,64%, 85,71%, 85,31%, respectivamente. Es importante anotar que los últimos dos sectores están relacionados con la actividad

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL



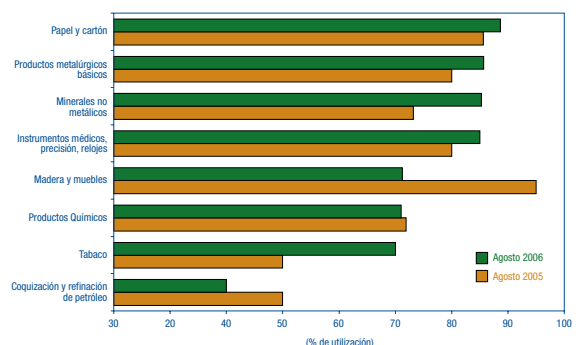
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (E.O.E.) de Fedesarrollo.

Gráfico 2
PORCENTAJE DE UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (E.O.E.) de Fedesarrollo.

Gráfico 3
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA POR SECTORES



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (E.O.E.) de Fedesarrollo.

constructora, la cual ha venido mostrando un crecimiento muy significativo en lo corrido del año. Por otro lado, las clases industriales con los niveles más bajos de utilización son la coquización y productos del petróleo y tabaco, con porcentajes de 40% y 70%, respectivamente.

Por otra parte, cada mes la EOE indaga a los industriales sobre si su capacidad instalada es más que suficiente, suficiente, o insuficiente frente a los pedidos esperados en los siguientes meses. En agosto de 2006 el 20% de los industriales manifestó que ésta es más que suficiente, el 69% que es suficiente y el otro 11% que es insuficiente. Así, el balance a esta pregunta se ubica en 9%, lo cual indica una reducción de 14 puntos al compararlo con el mismo mes de 2005 (Gráfico 4).

Los industriales consideran que las condiciones económicas para la inversión son bastante favorables

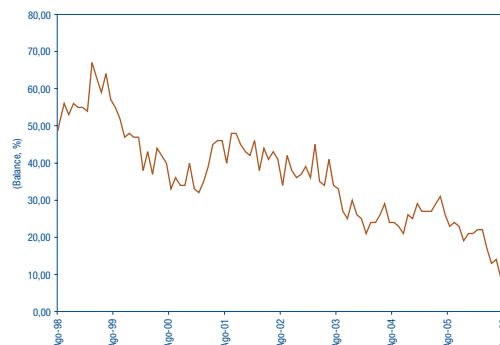
Durante el primer semestre de 2006, el dinamismo de la demanda agregada estuvo impulsado por el consumo privado y la inversión. Entre enero y junio ésta última creció a una tasa de 29,7% comparada con el mismo periodo del año anterior. Este panorama es consistente con los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, la cual trimestralmente incluye un módulo especial sobre las condiciones económicas y sociopolíticas para la inversión. Según los resultados, para agosto, las condiciones para la inversión son bastante favorables. En efecto, en el tercer trimestre del año, las condiciones económicas para la inversión presentan un balance de 39%, lo que significa un incremento de 4 puntos porcentuales frente al trimestre anterior y de 23 puntos en relación con el mismo trimestre de 2005. Por otro lado, las condiciones sociopolíticas para el tercer trimestre presentan una reducción frente al trimestre inmediatamente anterior (13 puntos porcentuales). No obstante, en relación con el mismo trimestre año 2005, el incremento es de 18 puntos para ubicarse en 38% (Gráfico 5).

La confianza comercial mantiene su tendencia alcista

El Índice de Confianza Comercial (ICCO) construido a partir de la EOE de Fedesarrollo presentó en agosto un nuevo incremento. En efecto, impulsada especialmente por las expectativas de la situación económica en los próximos 6 meses, la confianza de los comerciantes aumentó en agosto 16 puntos comparado frente al mismo mes del año anterior, ubicándose en un nivel de 33 puntos. Es importante resaltar que dicho nivel es el más elevado del período 2000-2006.

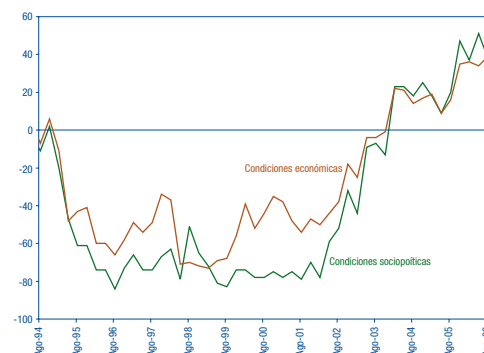
En otra pregunta de la Encuesta de Opinión Empresarial, se indaga a los comerciantes sobre las ventas respecto al mes anterior. En agosto el 62% manifestó que fueron altas, el 20% expresó que fueron similares y el restante 18% indicó que eran bajas. De esta manera, el balance para la pregunta es de 44%. Esto significa un avance de 13 puntos porcentuales frente al mismo mes del año anterior (Gráfico 6). Los resultados anteriores son consistentes con la evolución del comercio minorista en el 2006, que según el DANE, ha crecido 8,68% en términos reales.

Gráfico 4
CAPACIDAD INSTALADA VERSUS DEMANDA ESPERADA EN LOS PRÓXIMOS DOCE MESES



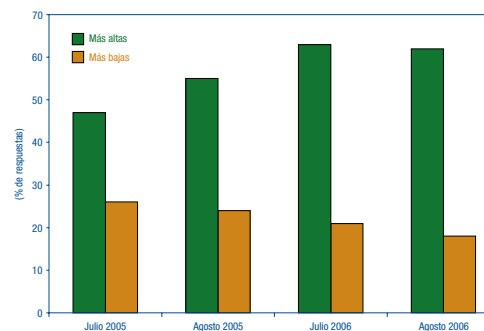
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (E.O.E.) de Fedesarrollo.

Gráfico 5
CONDICIONES ECONÓMICAS Y SOCIOPOLÍTICAS PARA LA INVERSIÓN



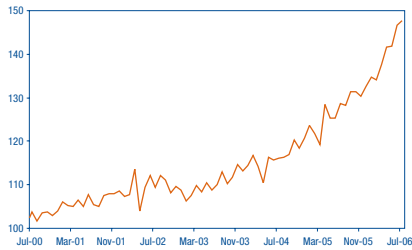
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (E.O.E.) de Fedesarrollo.

Gráfico 6
VENTAS DEL MES COMPARADAS CON EL MES ANTERIOR AGOSTO Y JULIO (Comercio)



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (E.O.E.) de Fedesarrollo.

ÍNDICE DE COMERCIO AL POR MENOR*
(Mensual, julio de 2006)

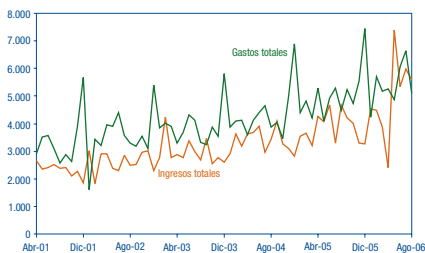


* Serie desestacionalizada.
Fuente: DANE.

Fecha	ICP	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (julio 2006)	147,5	0,7	14,8
Dato anterior (junio 2006)	139,2	3,4	17,0

Situación fiscal

OPERACIONES EFECTIVAS DEL GOBIERNO CENTRAL
(Miles de millones de pesos)

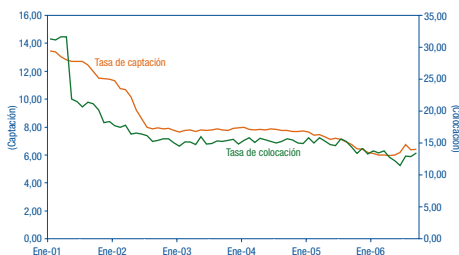


Fuente: CONFIS.

Fecha	Ingresos	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (agosto 2006)	5.580	-7	26
Dato anterior (julio 2006)	5.976	12	27
Fecha	Egresos	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (agosto 2006)	5.083	-23,6	14,8
Dato anterior (julio 2006)	6.655	9,6	15,0
Fecha	Déficit/superávit	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (agosto 2006)	496	-173,1	-42,6
Dato anterior (julio 2006)	-679	-8,8	-36,5

Situación monetaria

TASA DE INTERÉS
(Efectiva anual, septiembre de 2006)



Fuente: Banco de la República.

Tasas de interés nominales/reales	Sept 2005	Ago 2006	Sep 2006
Captación	6,8/1,7	6,4/1,6	6,4/1,8
Colocación	14,3/8,9	12,8/1,8	13,4/8,5

Sector real

DESEMPEÑO DE LA INDUSTRIA
(julio de 2006)

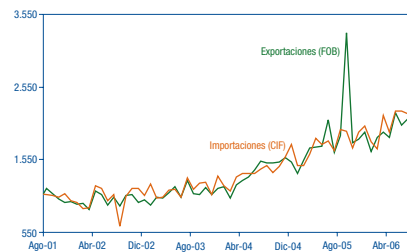
Descripción	Variación real anual	
	Producción	Ventas
Total sin trilla	13,61	15,77
Total con trilla	13,88	16,04
Principales sectores con variación de producción mayor al promedio		
Maquinaria de uso general	68,74	64,87
Industrias básicas de metales preciosos y metales no ferrosos	63,29	94,64
Ingenios, refinерías de azúcar y trapiches	48,61	34,46
Equipos y aparatos de radio, televisión y comunicaciones	47,04	33,07
Productos minerales no metálicos	42,47	29,16
Carrocerías para vehículos automotores	37,95	21,17
Fabricación de otros tipos de equipo de transporte	36,41	39,19
Maquinaria de uso especial	32,52	18,06
Actividades de edición	28,95	14,49
Productos de tabaco	28,76	-0,69

Principales sectores con variación de producción menor al promedio		
Sustancias químicas básicas, fibras sintéticas y artificiales	16,47	16,59
Otros productos textiles	10,37	9,70
Otros productos alimenticios	9,52	9,99
Partes, piezas y accesorios para vehículos automotores	8,77	10,72
Productos lácteos	5,39	1,88
Aparatos e instrumentos médicos, ópticos y de precisión	-0,95	-1,32
Partes y piezas de carpintería para construcciones	-3,35	4,81
Otras industrias manufactureras	-5,45	23,93
Tejidos y artículos de punto y ganchillo	-7,85	16,01
Refinación del petróleo	-15,43	17,56
Servicios relacionadas con la impresión; materiales grabados	-26,98	-26,98
Otros productos de madera; corcho, cestería y espartería	-42,42	-42,59

Fuente: DANE, Nueva Muestra Mensual Manufacturera.

Sector externo

COMERCIO EXTERIOR
(Millones de dólares)



Fuente: DANE.

Fecha	Importaciones	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (agosto 2006)	2.361	8,1	21,9
Dato anterior (julio 2006)	2.185	-1,8	22,1
Fecha	Exportaciones	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (julio 2006)	2.113	4,1	15,5
Dato anterior (junio 2006)	2.030	-7,4	13,4
Fecha	Balanza comercial	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (enero 2006)	-10	-120,1	197,4
Dato anterior (diciembre 2005)	51	98,9	197,0

* Nota metodológica: VM: Variación mensual, mes actual frente al mes anterior; VMA: Variación mensual anual, mes actual frente a igual mes del año anterior; VAC: Variación acumulada, información en lo corrido del año hasta el mes actual frente a igual periodo del año anterior; VA: Variación acumulada anual a 12 meses; VACO: Variación año corrido