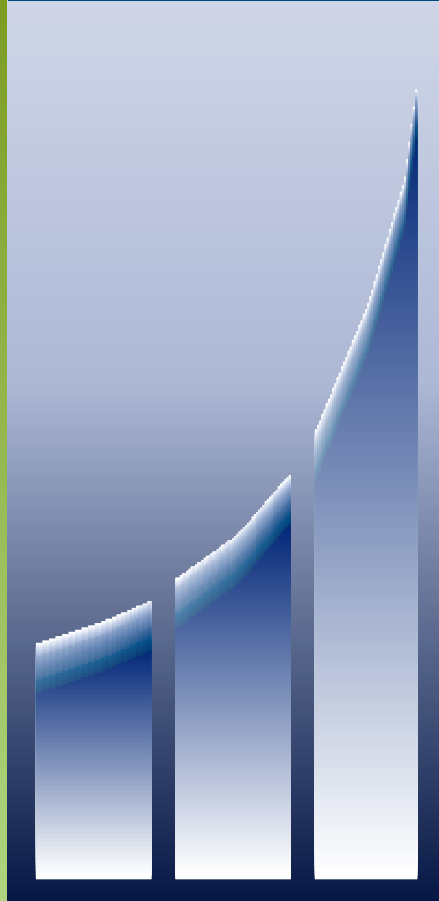


TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

58

Febrero de 2007



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: Los desafíos de la política monetaria en 2007

Actualidad: El auge de la inversión y la estructura de financiamiento de las empresas

Encuesta de Opinión Financiera

Encuesta de Opinión del Consumidor

Encuesta de Opinión Empresarial

Indicadores Económicos

Los desafíos de la política monetaria en 2007

La coyuntura actual que enfrenta el Banco de la República parece ser la más compleja de los últimos años y le exige poner a prueba todas sus herramientas técnicas y de política, para lograr dos objetivos que en principio parecen contradictorios: aliviar los efectos transitorios que tienen las entradas de divisas al país sobre la tasa de cambio y, mantener la inflación bajo control, cumpliendo con la meta de 2007, fijada en un rango entre 3,5% y 4,5% (con una meta puntual de 4%).

El objetivo de esta nota es comentar las recientes decisiones del Emisor, haciendo énfasis en tres temas en particular: i) su menor margen de maniobra para impedir fuertes caídas de la tasa de cambio, ii) el escenario actual caracterizado por una fuerte entrada de recursos al país y tendencia al alza en la inflación de los bienes no transables, y iii) los desafíos de la política monetaria en 2007.

Menor margen de maniobra del Emisor para impedir fuertes caídas de la tasa de cambio

Entre 2002 y abril de 2006, el Banco de la República adoptó una postura claramente expansionista e inyectó a la economía “un impulso monetario” que necesitaba. Así, la tasa de intervención presentó reducciones graduales, que sin duda se reflejaron en menores tasas de interés del mercado y contribuyeron a la recuperación de la demanda agregada y del crédito del sector financiero. Esta postura expansionista se hizo posible gracias a que en ese período se observó un agudo proceso revaluacionista que presionaba a la baja la inflación de transables, y a que la economía, si bien mostraba una recuperación, todavía crecía por debajo de su capacidad. Inclusive, el Emisor pudo intervenir fuertemente en el mercado cambiario en 2004 y 2005, medida que tenía efectos monetarios a pesar de la parcial “esterilización” lograda a través de la venta de reservas al Gobierno, sin poner en peligro el cumplimiento de la meta de inflación. Éste fue el mundo que enfrentó el Emisor durante aproximadamente tres años.

En 2006 el escenario comenzó a cambiar. El dinamismo económico alcanzó niveles no vistos en los últimos tiempos, con un crecimiento del PIB que seguramente superó el 6%, apoyado de manera importante en una fuerte recuperación de la demanda agregada, especialmente del consumo privado y la inversión. Los diferentes cálculos indican que el año pasado el producto de la economía ya estaba creciendo por encima de su potencial. Reflejo de ello son el alto nivel de utilización de la capacidad instalada de las empresas (a pesar de la recuperación de la inversión), el incremento de las importaciones y el fuerte repunte de la demanda por crédito que crecía a finales del año a tasas del orden de 32% nominal (más de 25% real).

Lo anterior llevó a que desde mediados de 2006, se prendieran las alarmas del Emisor. Teniendo en cuenta que la economía ya no necesitaba del “impulso monetario” y que sus decisiones (sobre la tasa

PATROCINADORES:



DAVIVIENDA



**Titularizadora
Colombiana**

de intervención) impactan la demanda agregada con un rezago de entre 1 y dos años, desde mayo de 2006 el Banco de la República cambió de postura, con el objetivo de transitar hacia una política monetaria más neutral y evitar crecimientos desbordados de la demanda en la economía. Se produjeron seis aumentos en la tasa de intervención que la llevaron a niveles de 7,5% al final del año. Por otro lado, en el campo externo, el Emisor enfrentó “cierta tranquilidad” y fueron pocas las necesidades de acumular reservas. Ello fue afortunado. En efecto, el comportamiento de la inflación en algunos meses de 2006 y las expectativas para 2007 sugerían que el Emisor tenía un menor espacio para intervenir en el mercado cambiario. En 2006, la inflación cerró en 4,48% y el Banco cumplió la meta. Sin embargo, la inflación de no transables terminó con una tendencia al alza.

El escenario actual

Se tiene la impresión de que en 2006 el cambio de la postura del Emisor se transmitió de manera excesivamente lenta a la economía. No cabe duda de que la normalización de la política monetaria ha sido gradual (propósito explícito del Emisor), y que en 2006 las tasas de interés continuaron siendo bajas y la liquidez amplia¹.

Algunos hechos sugieren que de no haber tenido cambios en el frente cambiario, en los primeros meses de 2007 se habría comenzado a sentir con más de fuerza la “normalización monetaria”, facilitando el cumplimiento de la meta de inflación en 2007. En efecto, el fuerte crecimiento de la cartera en 2006, muy por encima de los depósitos, se fondeó de manera importante a través de una reducción de los activos líquidos de los intermediarios². Es decir, los bancos liquidaron TES para satisfacer una parte de la demanda por crédito. Si bien los intermediarios también acudieron a la liquidez del Emisor, el porcentaje de utilización de los cupos de Repos fue relativamente bajo frente a lo observado en años anteriores.

Sin embargo, desde inicios de 2007, el escenario cambiario se alteró y se han presentado fuertes presiones revaloracionistas, inducidas por la entrada de divisas al país. Así al final de enero, el Banco subió la tasa a 7,75%, anunció implícitamente que habría nuevos aumentos y avisó que, dado que las fuertes entradas de recursos tenían un carácter transitorio pues estaban asociadas con un hecho puntual e identificable (las privatizaciones de Ecogas y Granbanco), intervendría masivamente y de manera temporal en el mercado cambiario, para evitar una fuerte descolgada de la tasa de cambio. De acuerdo con el Banco de la República su actuación no es contradictoria. Su argumento se basa en que la entrada de recursos al país es temporal y en que dispone de varias herramientas para esterilizar la acumulación de reservas (menos Repos, ventas de TES y reapertura de la ventanilla de contracción, entre otros). Por ahora, dice el Banco, es el Gobierno el que más ha ayudado en el esfuerzo “esterilizador”, al incrementar sus depósitos en el Banco de la República.

De todas maneras, a pesar de las municiones con las que cuenta, el Banco no descarta ver una mayor inflación en los primeros meses del año. Claro, detrás de ello no sólo está el eventual efecto monetario que tenga la estrategia diseñada por el Banco. También contribuye el hecho de que el comportamiento del clima no ayudará mucho a la inflación de alimentos, así como es de esperar que se observen mayores precios de algunos bienes regulados, dado el bajo nivel del que venían.

Los desafíos de la política monetaria en 2007

Frente a lo analizado anteriormente, no cabe duda de que el Banco está enfrentando un escenario complejo que le impone grandes desafíos en 2007 y que le exige calibrar de manera precisa todos sus movimientos.

En primer lugar, Fedesarrollo cree que si los “supuestos” del Banco de la República, en especial en lo que tiene que ver con la transitoriedad de las entradas de dólares, se cumplen, éste podrá sortear con éxito la actual coyuntura. Por lo tanto, el Emisor deberá estar muy atento al análisis de la tendencia y la magnitud de estos flujos, pues si se prolongan más allá de unos tres meses, resultará cada vez más difícil garantizar el objetivo de inflación, con intervenciones cambiarias de la magnitud de las que se vieron en enero (US\$1.002 millones). Claramente, el Banco no podrá operar indefinidamente con dos objetivos (y un solo instrumento), y eventualmente tendrá que escoger alguno: la inflación, dado su compromiso constitucional.

Segundo, se ha dado a entender que el Banco tiene un amplio *stock* de TES para llevar a cabo la esterilización que exige la acumulación de reservas. Sin embargo, cabe preguntarse sobre los efectos (directos) que grandes ventas de estos títulos puedan tener sobre su precio y sobre los balances del sector financiero. Por el contrario, bajo la supuesta temporalidad del fenómeno, resulta interesante la idea de reabrir la ventanilla de contracción monetaria del Banco de la República. Vale la pena recordar que ésta se cerró a finales de 2004, en buena medida con el fin de “forzar” a los intermediarios a prestar más. En la actualidad, este estímulo ya no se necesita. Por su parte, estrechar los cupos de Repos de expansión también puede resultar positivo, en la medida en que puede hacer más efectiva la transmisión de la tasa de intervención a las tasas del mercado.

Tercero, dada su importancia en el mercado cambiario y monetario, el Gobierno puede contribuir de manera importante al éxito del proceso. En efecto, cuando el Gobierno disminuye sus depósitos en el Banco de la República, hay un efecto monetario (crece la base monetaria). Por ejemplo, a diferencia de 2004 y 2005, en 2006 la principal fuente de expansión de la base monetaria no fue la acumulación de reservas. Lo que más contribuyó fueron las operaciones Repos y la disminución de los depósitos de la Tesorería. En esta medida, cobra gran importancia el compromiso del Gobierno de mantener temporalmente congelados los recursos de las privatizaciones en el Emisor. Lo que no se entiende bien es por qué el Gobierno no mantiene estos recursos en el exterior.

Y cuarto, resulta entendible que el Emisor evite descolgadas muy fuertes de la tasa de cambio. Un “frenazo” en las entradas de capital, que como todos sabemos puede llegar en cualquier momento, podría producir una fuerte devaluación, con altos costos económicos, entre ellos sobre la inflación.

¹ La base monetaria creció a una tasa promedio entre 15% y 20% en 2006 y la DTF se mantuvo alrededor de 6%.

² Éstos últimos disminuyeron su participación dentro de los activos totales en cerca de 7 puntos porcentuales entre enero y noviembre de 2006.

El auge de la inversión y la estructura de financiamiento de las empresas¹

No resulta exagerado afirmar que en los últimos tiempos Colombia ha vivido un auge de inversión. En efecto, este componente de la demanda lleva dos años consecutivos con crecimientos superiores a 25%, lo que permitió que la tasa de inversión (es decir, la relación entre inversión y PIB) se elevara a 26% en septiembre de 2006. Superó, así, los niveles de comienzos de los años noventa considerados hasta ese momento como los más favorables de las últimas décadas. Si bien el sector público ha tenido una contribución positiva en el crecimiento de la inversión, las cifras sugieren que los hogares y empresas también han participado activamente en este proceso, embarcándose en importantes planes de inversión y expansión de sus actividades, además de la compra de vivienda.

Las razones de este comportamiento han sido ampliamente comentadas: elevados niveles de confianza de los empresarios en el futuro del país, auge de la demanda externa y recuperación del consumo de los hogares colombianos. A esto hay que añadirle el abaratamiento de los bienes de capital importados como consecuencia de la revaluación y los recientes beneficios tributarios otorgados a las empresas para que descuenten de su renta gravable hasta el 40% de la inversión en activos fijos productivos.

Así mismo, las firmas han aprovechado la mayor disponibilidad y mejores condiciones de acceso al crédito, el menor costo del mismo e inclusive, en algunos casos, se han lanzado a utilizar mecanismos de financiación alternativos, como es la emisión de bonos en el mercado de capitales.

La Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo permite profundizar aún más sobre la forma cómo las empresas han financiado su actividad y sus planes de inversión en los últimos años. En el marco de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, desde 2000, se ha aplicado anualmente un módulo especial a los empresarios del sector manufacturero con el ánimo de conocer la forma en la que acceden a los recursos para cubrir sus necesidades de financiación de capital de trabajo y proyectos de inversión². Estos módulos han indagado, además, sobre la disponibilidad y facilidad de acceso al crédito

¹ Agradecemos el apoyo financiero del Banco de la República para la aplicación del módulo de Estructura de Financiamiento de las Empresas en 2006 y la valiosa participación de Jesús Alberto Cantillo en la preparación del presente análisis.

² También se aplicaron módulos muy similares con anterioridad a 2000. Aquí compararemos con el que se realizó en 2005.

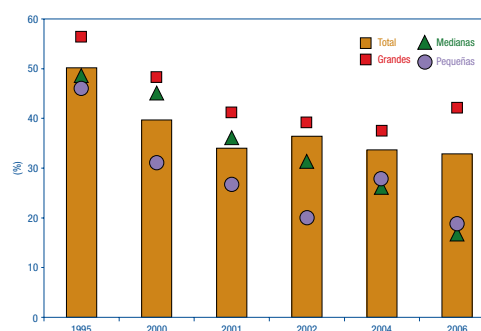
bancario doméstico por parte de las firmas, los obstáculos que caracterizan esta importante forma de financiación y también sobre la utilización y limitaciones de mecanismos de financiación diferentes a los que ofrece el sector financiero local. El más reciente módulo se aplicó en diciembre de 2006.

Tendencias en la estructura de financiamiento de las empresas: 1995-2006

Un primer resultado interesante que se obtiene al comparar las respuestas de las empresas en el tiempo es que el buen dinamismo empresarial y los mayores niveles de inversión de los últimos años no parecen haberse acompañado de excesivos niveles de endeudamiento. En efecto, en la actualidad, el 33,2% de las firmas encuestadas mantiene un indicador de apalancamiento financiero (pasivos financieros/pasivos totales) por encima de 40%, mientras que en 1995, un año que podría también catalogarse como de auge económico, el porcentaje de empresas con una relación superior a este nivel era de 50,2% (Gráfico 1). Esta moderación en los niveles de apalancamiento ha sido más marcada en el caso de las medianas y pequeñas empresas (Pymes). Ello parece sugerir que las firmas están transitando hacia una estructura de financiamiento menos vulnerable a cambios abruptos en las condiciones financieras que puedan suceder a lo largo del ciclo económico. Sin embargo, los menores niveles de apalancamiento financiero también llevan a preguntarse cómo es que se están financiando las empresas en la actual coyuntura de fuerte crecimiento de la actividad económica.

Al analizar los cambios recientes en la estructura de financiamiento, se encuentra que si bien las empresas han diversificado sus mecanismos de financiación, el crédito bancario sigue siendo la principal fuente de recursos, representando cerca del 41%

Gráfico 1
EMPRESAS CON UNA PARTICIPACIÓN DE PASIVOS FINANCIEROS SOBRE PASIVOS TOTALES SUPERIOR A 40%



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

del financiamiento total. Así mismo, las cifras sugieren que el crédito es más importante para las grandes empresas que para las Pymes. En efecto, mientras el 45% de los recursos de las empresas de mayor tamaño provienen del crédito bancario (y el porcentaje ha venido en ascenso), esta fuente de financiación representa cerca del 33% en el caso de las de menor escala (y el porcentaje ha tendido a disminuir). Lo anterior indica, o bien que las empresas de menor tamaño siguen enfrentando restricciones para acceder al crédito bancario, o bien que existen en el mercado alternativas más atractivas de financiación, o, lo más posible y como lo veremos adelante, ambas cosas simultáneamente. Al contrario, las grandes firmas sí parecen beneficiarse de la mayor disponibilidad y de las mejores condiciones crediticias de los últimos tiempos (Gráfico 2).

Se observa una importancia creciente del crédito de proveedores en el caso de las Pymes, mecanismo que constituye la segunda fuente de recursos y que representa en la actualidad entre 25% y 30% del total de su financiación. Si bien esta alternativa puede resultar más costosa debido a que se trata de recursos de corto plazo, ha sido utilizada con gran intensidad desde finales de los años noventa, cuando la crisis del sector financiero y la recesión económica redujo significativamente las opciones de financiamiento para muchas empresas. Lo interesante es que a pesar de que se han flexibilizado las condiciones crediticias, esta modalidad sigue ganando relevancia. Ello podría estar sugiriendo que bajo esta forma de financiamiento, los requisitos y condiciones de pago resultan más flexibles frente a los establecidos por el sector financiero, además de que los proveedores pueden haber encontrado que una forma de mantener y conseguir nuevos clientes es otorgando financiamiento en buenas condiciones a las empresas a las que proveen.

Un aspecto que resulta muy interesante es que una de las fuentes de recursos que más ha cobrado importancia en los últimos años es la reinversión de utilidades. Claramente, el ma-

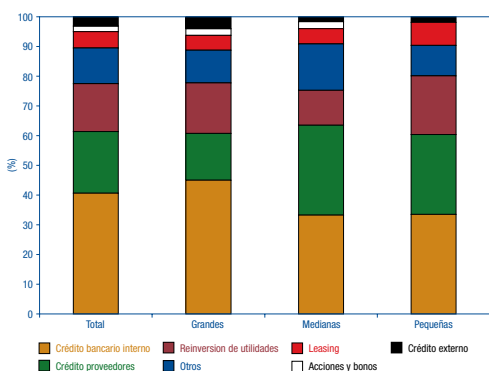
yor uso de esta alternativa ha sido inducido por los beneficios tributarios establecidos en las recientes reformas tributarias, que estipulan deducciones de la base del impuesto de renta a las empresas que reinviertan sus utilidades en proyectos de inversión. Ello puede haber hecho atractiva esta forma de financiamiento frente al crédito del sector financiero o el acceso al mercado de capitales. Se evidencian, sin embargo, algunas diferencias por tamaño de firma. En el caso de las grandes empresas, la reinversión de utilidades aumentó su participación dentro de la financiación obtenida de 11,2% en 2001 a 17% en 2006, reemplazando otras fuentes como el crédito de proveedores y los aportes de capital. En el caso de las medianas y pequeñas empresas, la reinversión de utilidades ha ido más bien a sustituir parte de la financiación que provenía del crédito bancario, particularmente en el caso de las pequeñas firmas en donde ésta representa cerca del 20% de la financiación total. Así mismo, la participación del leasing también ha aumentado. Para las pequeñas empresas el leasing representa cerca de 8% de su financiación total. Aquí, de nuevo, el tratamiento tributario ha favorecido esta modalidad de financiación, especialmente en el caso de las Pymes, en la medida en que éstas pueden descontar la totalidad del canon de arrendamiento de la base de impuesto de renta. Por último, los resultados de la Encuesta señalan que la financiación a través de la emisión de bonos y/o acciones sigue siendo una alternativa sólo para las grandes empresas, lo cual probablemente se relaciona con los altos costos y requisitos que involucran estos mecanismos, la estructura familiar de las empresas y la resistencia a publicar información, como lo señalan encuestas que sobre el particular ha adelantado Fedesarrollo.

Por último, los resultados de la encuesta muestran que cerca del 61% de los pasivos financieros de las empresas corresponde a crédito de corto plazo (no mayor a 1 año) en pesos. Además, este porcentaje muestra una tendencia creciente al pasar de 47,9% en el año 2000 a 61% en la encuesta más reciente. Algunas diferencias se detectan al hacer el análisis por tamaños de empresa. Del total de los pasivos financieros de las pequeñas firmas, el 70,4% corresponde a pasivos de corto plazo, cifra que en el caso de las medianas empresas es de 65,3% y en las grandes se reduce a 56,8%. Lo anterior refleja la mayor capacidad que tienen las grandes empresas de conseguir préstamos a mediano y largo plazo.

El acceso al crédito del sector bancario doméstico y la actividad productiva de las empresas

En cuanto al crédito otorgado por el sector bancario doméstico, todo parece indicar que cada vez son menos las empresas que encuentran que las restricciones de este tipo de financiación representan un obstáculo significativo para el normal desenvolvi-

Gráfico 2
ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS, 2006



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

miento de la empresa. En efecto, el porcentaje de empresas que manifiestan que el (bajo) acceso al crédito del sector bancario es un fuerte obstáculo para financiar la producción cayó de 32% a 18,3% entre 2000 y 2006, y para sostener los planes de inversión, de 32,8% a 19,4% en el mismo período, siendo la reducción más significativa para el caso de las pequeñas empresas (de 47,3% a 16,1%, y de 43,4% a 17,2%, respectivamente). Esta percepción resulta consistente con la mayor disponibilidad de crédito y las mejores condiciones crediticias, las cuales también han alcanzado a las empresas de menor tamaño (Cuadro 1).

No cabe duda de que esta percepción también resulta coherente con la diversificación de las fuentes de financiación de las empresas. Así, en la actualidad, cerca de un 39% de los empresarios encuestados no ha solicitado crédito en los últimos seis meses, mientras que 49% del total de firmas no piensa acudir al crédito en los próximos seis meses. Aunque hubo años en los cuales estos porcentajes fueron más altos, como por ejemplo en 2001, cuando ascendieron a 42,4% y 51,8% respectivamente, las razones que hoy aducen los empresarios son diferentes. En efecto, en ese entonces la incertidumbre económica y el aumento de las restricciones por parte del sistema financiero eran las principales causas que expresaban las empresas para aplazar la decisión de aumentar el uso del crédito bancario como mecanismo de financiación. En la actualidad, los empresarios que no han solicitado crédito reiteraron que no lo necesitan debido a que disponen de recursos propios o que están acudiendo a fuentes alternas. Se advierte además que se han reducido de manera importante los inconvenientes que tenían para obtener crédito, pues sólo un 1,4% de las firmas que no han acudido al sector financiero consideran que los requisitos y garantías son demasiado exigentes. Sin embargo, un porcentaje alto de firmas considera que es necesario reducir el nivel de endeudamiento (49%). Un 20% adicional justifica esta decisión por el alto nivel que aún registran las tasas de interés y otro 10% por la incertidumbre que percibe en su propio sector, aspectos particularmente mencionados por las Pymes (Gráfico 3).

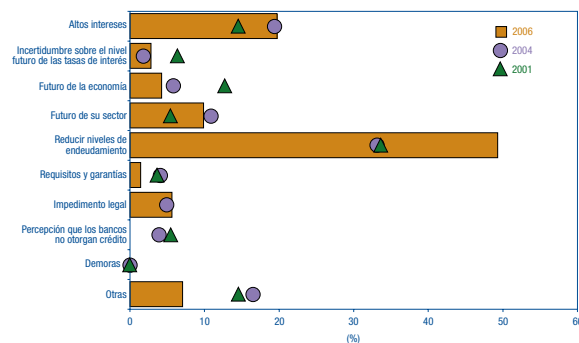
Dentro de los empresarios que han solicitado crédito, en promedio, el 57% de los recursos obtenidos se ha destinado

Cuadro 1
PORCENTAJE DE EMPRESAS QUE CONSIDERAN EL LIMITADO ACCESO AL CRÉDITO INTERNO COMO OBSTÁCULO PARA REALIZAR SUS ACTIVIDADES

Año	Inversión		Producción	
	2000	2006	2000	2006
Total	32,8	19,4	32,0	18,3
Grandes	16,9	20,5	10,8	18,4
Medianas	29,9	17,8	25,3	19,6
Pequeñas	43,4	17,2	47,3	16,1

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

Gráfico 3
RAZONES POR LAS CUALES LOS EMPRESARIOS NO SOLICITAN CRÉDITO



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

a capital de trabajo, 33% a proyectos de inversión, y 10% a refinanciar deudas. El porcentaje de crédito destinado a la inversión aumentó de 23% en 2000 a 33% en 2006, y ésta es una tendencia común en todos los tamaños de empresas. Así mismo, el crédito externo se concentró en las grandes empresas y los recursos se destinaron en un 64% a capital de trabajo, 29% para inversión y 7% para refinanciación, distribución no muy diferente a la de los recursos del crédito interno.

Es interesante resaltar que la intención de acudir a recursos de financiación externa se ha incrementado, especialmente en 2006. En efecto, dentro de las empresas que no piensan acudir o no han solicitado crédito del sector financiero, un porcentaje importante ha recurrido al crédito externo (7%) y otro de similar magnitud piensa utilizar este mecanismo de financiación (10%). Ello puede obedecer a que el comportamiento de la tasa de cambio y las bajas expectativas de devaluación han hecho de ésta una opción atractiva. Adicionalmente, esta tendencia se observa de manera más evidente para el caso de las grandes empresas. Genera tranquilidad el hecho de que al interior de este grupo, son las empresas exportadoras las que han acudido o piensan acudir en mayor medida a esta fuente de recursos.

Perspectivas hacia el futuro

Para terminar, todo parece indicar que las condiciones que enfrentan actualmente las empresas colombianas siguen siendo óptimas para embarcarse en programas de inversión. Así lo manifestó el grueso de empresas encuestadas en diciembre del año anterior. En efecto, en ese momento el 60,6% de los empresarios manifestó que planea realizar inversiones en el primer semestre de 2007 (67,2% de las grandes, 52,2% de las medianas, 45,2% de las pequeñas, 67,9% de las exportadoras y 47,3% de las no exportadoras). Se trata además de programas importantes pues, en promedio, el monto de estos planes sería equivalente a cerca del 11% de los activos totales de las empresas.

Aumentan las expectativas de incrementos de tasas de interés del Emisor

La reciente Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de la Bolsa de Valores de Colombia y Fedesarrollo, que se llevó a cabo durante el periodo comprendido entre el 24 y 31 de enero de 2007, muestra que más administradores esperan incrementos en la tasa de interés de intervención del Banco de la República frente al registro del mes anterior. Así, en enero el 85% neto de los encuestados manifestó que habrá incrementos en la tasa de interés del Emisor durante los próximos meses mientras en diciembre dicho resultado había sido 71% neto (Cuadro 1).

Por el lado de la inflación, se aprecia que si bien los administradores de portafolio esperan aumentos en la inflación durante los próximos meses, las expectativas disminuyeron cuando se comparan con las registradas en el mes inmediatamente anterior. De esta manera, en enero, el 49% neto de los encuestados espera aumentos en la inflación durante los próximos seis meses, mientras en diciembre dicho registro fue de 53% neto (Gráfico 1).

La política monetaria se constituye como la principal preocupación a la hora de invertir

Cada mes la EOF indaga a los administradores de portafolio acerca de las principales preocupaciones a la hora de invertir. En enero, con el 51% de respuestas, la política monetaria resultó ser el factor que más inquietud generó a los encuestados. En segundo lugar, pero con una diferencia bastante amplia lo ocupan los factores externos, con el 22% de respuestas (Gráfico 2).

El primer resultado, está probablemente relacionado con el último anuncio del Emisor (26 de enero de 2007) en el cual manifiesta que en los próximos meses continuará con la normalización de la política monetaria y que, simultáneamente y en forma transitoria, intervendrá masivamente en el mercado cambiario, con el fin de contrarrestar los efectos que sobre la tasa de cambio tienen entradas temporales de recursos al país, asociados principalmente a las privatizaciones llevadas a cabo en los últimos meses. La preocupación de los administradores podría estar asociada con la disyuntiva por la que atraviesa en la actualidad el Banco de la República, la cual deja entrever en dicho comunicado, y con la capacidad que tenga el Emisor para sortearla con éxito. En el panorama externo, la inquietud está seguramente atada al verdadero estado de la economía norteamericana, puesto que a pesar del aceptable crecimiento al cierre de 2006 (3,5% en el último trimestre), algunos de los indicadores adelantados muestran señales de desaceleración para el primer trimestre de 2007.

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

	Enero (%)	Diciembre (%)	Cambio (puntos)
Tasa de interés BanRep	85	71	14
Inflación	49	53	-4
Tasa de cambio*	2	8	-6
Spread	26	13	13
Crecimiento económico	-19	2	-21

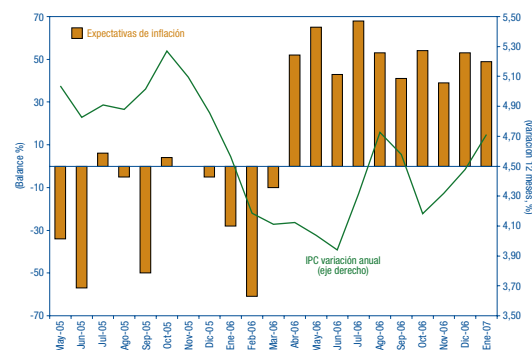
El balance representa la diferencia entre el porcentaje de respuestas positivas y el de respuestas negativas.

(+): Aumentará; *Depreciación

(-): Disminuirá; *Apreciación

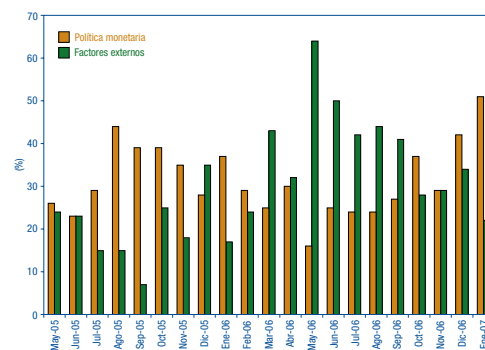
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC-Fedesarrollo.

Gráfico 1
INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



Fuente: DANE. Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo.

Gráfico 2
PRINCIPALES PREOCUPACIONES PARA INVERTIR



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo.

Retrocede la confianza de los consumidores en el primer mes de 2007, aunque continúa en niveles históricamente satisfactorios

En enero de 2007, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) construido a partir de la Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo presentó un registro de 31,9 puntos. Con un retroceso de 5,2 puntos frente al mes anterior, pero con un incremento de 5,2 puntos respecto a enero de 2006, el ICC continúa en niveles satisfactorios (Cuadro 1).

En enero se observaron importantes retrocesos en la mayoría de los componentes del ICC, excepto en las expectativas de las condiciones económicas del país para los próximos doce meses. La caída del índice estuvo jalonada principalmente por la percepción menos positiva de los hogares sobre su situación actual frente a la del año anterior. En enero de 2007 el balance a esta pregunta fue de 23% neto (en diciembre de 2006 éste había sido de 33,3% neto). La segunda pregunta que registró la caída más pronunciada en el balance fue la relacionada con la compra de bienes durables; en enero dicho registro fue de 39,4% neto mientras en diciembre fue de 48,2% neto. Finalmente, el 22,4% neto de los hogares encuestados expresó que esperan unas mejores condiciones económicas para los próximos doce meses. Como se mencionó antes, éste fue el único componente del ICC que presentó un incremento en su balance. Este indicador mostró un alza de 1,0 punto porcentual respecto al obtenido en diciembre de 2006. No obstante, en enero de 2007 los balances de cada componente del ICC son mayores a los registrados un año atrás (Gráfico 1).

Por otra parte, los otros dos índices construidos a partir de la EOC de Fedesarrollo presentaron también un retroceso entre diciembre de 2006 y enero de 2007. Así, el último registro muestra que el Índice de Expectativas del Consumidor (IEC) y el Índice de Condiciones Económicas (ICE) mostraron un retroceso en enero, de 2,3 y 9,6 puntos, respectivamente, frente al registro de diciembre de 2006. Sin embargo, frente a enero de 2006, ambos indicadores evidenciaron incrementos de 1,2 y 11 puntos porcentuales, respectivamente (Gráfico 2).

Por ahora, el comportamiento de los últimos meses de los diferentes índices que se construyen con base en la EOC sugiere que la confianza de los hogares se está estabilizando en niveles satisfactorios. De todas maneras, resulta preciso esperar dos o tres observaciones adicionales para poder concluir si el retroceso observado en el último mes obedece a hechos puntuales o corresponde a un cambio en la tendencia en la percepción de los hogares.

Los hogares tienen favorables expectativas de empleo

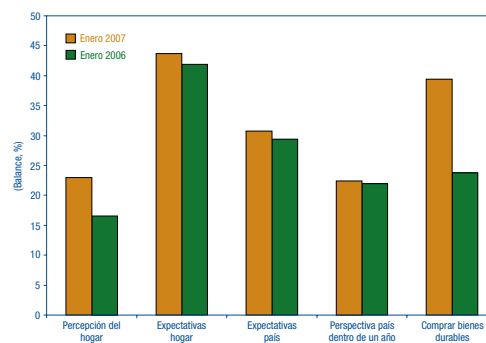
En enero de 2007 el 35% de los hogares encuestados consideró que en los próximos doce meses va a haber menos desempleo y el 28,7% que va a haber más. De esta forma, el balance de esta pregunta (porcentaje de encuestados que espera más desempleo menos el porcentaje que espera menos) se ubicó en 6,3%, registrando una reducción de 3,8 puntos porcentuales respecto al mes inmediatamente anterior. No

Cuadro 1
RESUMEN DE RESULTADOS
ENCUESTA DE CONSUMO

	Enero 2007	Diciembre 2007	Cambio mensual	Cambio anual
ICC	31,9	37,9	-5,2	5,2
IEC	32,3	34,6	-2,3	1,2
ICE	31,2	40,8	-9,6	11,0

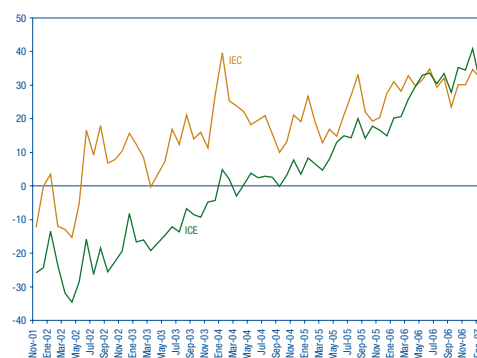
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo.

Gráfico 1
COMPONENTES DEL ICC



Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo.

Gráfico 2
ÍNDICE DE EXPECTATIVAS DEL CONSUMIDOR E ÍNDICE DE CONDICIONES ECONÓMICAS



Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo.

obstante, al comparar esta cifra con la obtenida en enero de 2006 se observa un incremento de 9,4 puntos porcentuales, lo cual indica cierto deterioro en la percepción sobre la situación del empleo, respecto a la que tenían los hogares un año atrás.

Se espera un buen cierre del consumo privado para 2006

En el periodo enero-septiembre de 2006 el consumo privado creció 6,89% frente al mismo período de 2005. Este dinamismo de la demanda de los hogares se confirma con el sobresaliente desempeño de las ventas del comercio al por menor y con los satisfactorios niveles de confianza de los consumidores. Según las últimas cifras publicadas por el DANE, en noviembre de 2006, las ventas reales del comercio al por menor (ICPM) registraron una variación anual cercana a 18%. Dada la alta correlación entre las ventas minoristas (ICPM) y el Índice de Condiciones Económicas de Fedesarrollo (ICE), es posible esperar que la variación anual de las ventas del comercio se haya ubicado entre 13% y 15% al cierre de 2006.

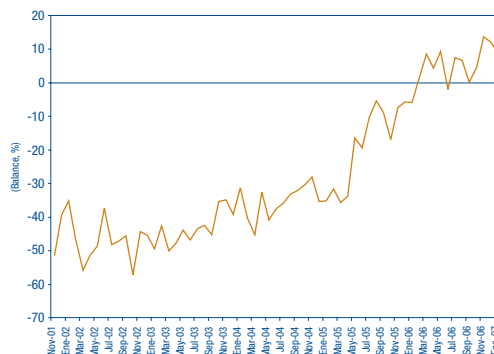
Por otra parte, la descomposición del ICPM muestra que los sectores involucrados en el consumo de bienes durables presentan un buen dinamismo. A noviembre de 2006 la variación anual de las ventas de muebles y electrodomésticos para el hogar, y de vehículos y automotores fue de 17,2% y 47,35%, respectivamente. Dada la reciente evolución en la disposición de los hogares para comprar de este tipo de bienes, es de prever que las ventas al finalizar el 2006 hayan sido bastante satisfactorias. En el caso de la disposición para la compra de vehículos, si bien en enero el balance a dicha pregunta (porcentaje de hogares que considera que es buen momento para la compra de vehículos menos el porcentaje que considera lo contrario) presentó un retroceso de 3,5 puntos porcentuales frente al mes anterior, aún continúa en niveles positivos. Actualmente el 8,6% neto de los hogares encuestados considera que es buen momento para la compra de vehículo (Gráfico 3).

Finalmente, resulta importante mencionar que en el caso de los bienes durables se viene haciendo más evidente la correlación entre la disposición para la compra de este tipo de bienes y el componente de durables del ICMP. En efecto, el Gráfico 4 sugiere que la evolución del porcentaje neto de encuestados que consideran que es buen momento para la compra de bienes durables está relacionado con el comportamiento de las ventas al por menor de este tipo de bienes (el coeficiente de correlación entre ambas series es de 0,31). Así, dado el aumento del porcentaje de hogares dispuestos a la compra de bienes durables durante los últimos meses del año anterior, es de esperar que el dinamismo de las ventas de estos sectores se haya mantenido en niveles satisfactorios en ese período.

Barranquilla registró la confianza más alta en enero de 2007

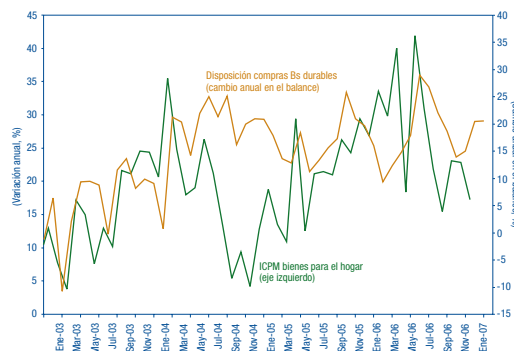
Actualmente, la ciudad que presenta el mayor nivel de confianza es Barranquilla (Gráfico 5). En enero, el ICC para dicha ciudad alcanzó un registro de 36,6% puntos con un incremento de 18,6 puntos respecto al año anterior. En Bogotá y Cali, el ICC también presentó incrementos anuales, aunque de menor magnitud, 4,9 y 3,8 puntos, respectivamente. En Medellín, la ciudad con el menor nivel de confianza, la variación anual del ICC fue de -0,31 puntos, para alcanzar un registro de 26,3 puntos.

Gráfico 3
DISPOSICIÓN PARA LA COMPRA DE VEHÍCULOS



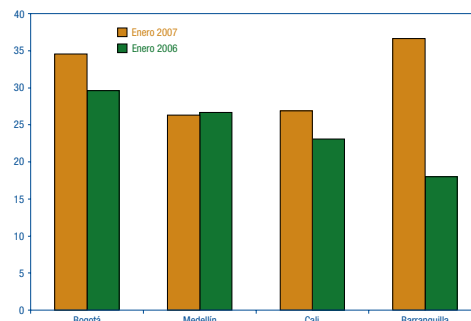
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo.

Gráfico 4
ICPM BIENES PARA EL HOGAR Y DISPOSICIÓN PARA LA COMPRA DE BIENES DURABLES



Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo. DANE.

Gráfico 5
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR POR CIUDADES



Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo.

La confianza de los empresarios cierra el 2006 en niveles satisfactorios

En diciembre de 2006, el Índice de Confianza Industrial (ICI) construido a partir de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo continuó con la tendencia creciente observada desde julio de 2005. Aunque el incremento frente al registro de noviembre de 2006 fue tan sólo de 1 punto, la variación anual del mismo alcanzó 7 puntos (para ubicarse en 15). Los resultados preliminares de enero muestran que el ICI se sitúa en 16 puntos. De esta manera, la confianza de los industriales se mantiene en niveles favorables (Gráfico 1).

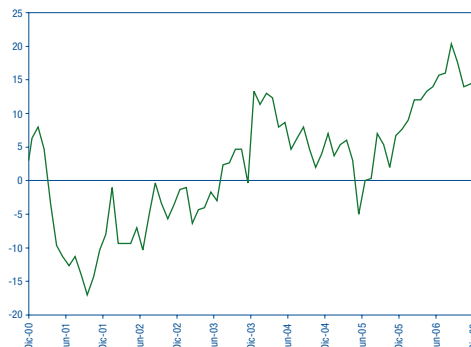
En cuanto a los componentes del ICI, el volumen actual de pedidos presentó un deterioro en diciembre, aunque gran proporción de los empresarios perciben que el nivel de demanda es normal. En efecto, a dicha pregunta, 62% de los industriales respondió que su nivel de pedidos es normal, el 20% indicó que percibe un nivel de pedidos alto y el restante 18% manifestó que percibe un bajo nivel. Así, en diciembre el 2% neto consideró que el nivel actual de pedidos es elevado, mientras en noviembre dicho balance había sido 19% neto. Por el lado de las expectativas de producción para los próximos 3 meses, los resultados son bastante satisfactorios. El 45% de los industriales encuestados consideró que la producción aumentará, el 51% manifestó que se va a mantener en niveles normales, y tan sólo el 4% expresó que la producción disminuirá. De esta manera, el balance a dicha pregunta se ubicó en 41% neto, cifra superior en 22 puntos porcentuales respecto al registro obtenido en el mes inmediatamente anterior y 10 puntos porcentuales por encima del registro de diciembre de 2005. Por último, a la pregunta sobre el nivel de existencias, sólo el 11% de los encuestados afirmó que eran altas, el 74% indicó que estaban en los niveles normales, y el 14% manifestó que eran bajas. El balance a dicha pregunta se ubicó en -3% neto, cifra inferior en 2 puntos porcentuales respecto a noviembre de 2006.

Estos resultados muestran el buen momento por el cual atraviesa la confianza de los empresarios de la industria nacional. Consistente con esto, y según con las últimas cifras oficiales proporcionadas por el DANE, entre enero y noviembre de 2006, la producción industrial sin trilla de café registró un incremento de 10,9% (Gráfico 2).

La confianza comercial se mantiene estable

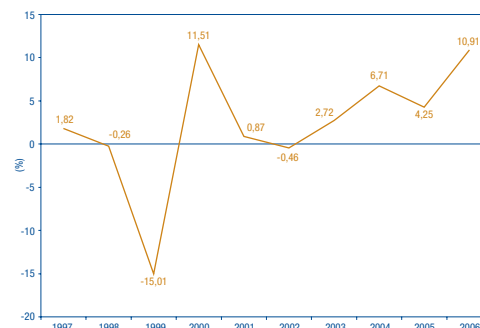
El Índice de Confianza Comercial (ICCO) continúa en niveles históricamente altos sin movimientos fuertes en su comportamiento. En diciembre, el ICCO alcanzó un registro de 29 puntos, lo que significa un incremento de 2 puntos respecto a diciembre de 2005 (Gráfico 3). Adicionalmente, el dato preliminar de enero señala que el ICCO se ubicó en 27 puntos. El favorable comportamiento de este indicador es consistente con las ventas del comercio minorista y el buen comportamiento del consumo privado. Vale la pena recordar que en los tres primeros trimestres de

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL



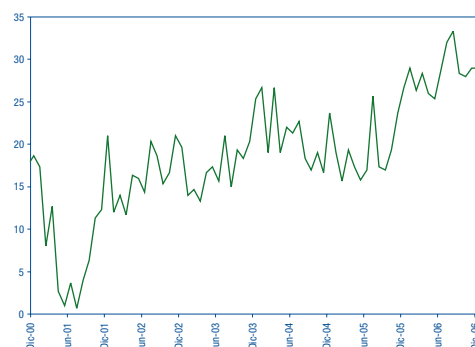
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

Gráfico 2
PRODUCCIÓN REAL SIN TRILLA DE CAFÉ
(Variación año corrido enero-noviembre)



Fuente: DANE.

Gráfico 3
ÍNDICE DE CONFIANZA COMERCIAL



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

2006, éste alcanzó una variación anual de 6,55% y todo parece indicar que el último trimestre también fue bueno.

En efecto, los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo realizada durante diciembre de 2006 señalan que 49% de los comerciantes encuestados considera que la demanda actual es buena, 46% que es aceptable y sólo el 5% que es mala; mientras el año anterior (2005), el 43% consideraba que la demanda era buena, 52% que era aceptable y 5% que era mala. Por lo tanto, el balance a esta pregunta registra una variación anual de 6 puntos porcentuales.

Finalmente, las expectativas de ventas para el próximo mes y de situación económica durante los próximos seis meses mostraron una evolución positiva al cierre de 2006. En cuanto a las expectativas de ventas para el próximo mes, el 34% neto de comerciantes encuestados espera que sus ventas sean más altas durante el próximo mes, cifra superior en 8 puntos porcentuales a la registrada en diciembre de 2005. En el caso de las expectativas de la situación económica para los próximos seis meses, el 49% neto espera que sea más favorable. Si bien, este último balance muestra una reducción frente al registro de diciembre de 2005 (52% neto), también presenta una evolución satisfactoria frente a noviembre de 2006 (45% neto) (Gráfico 4).

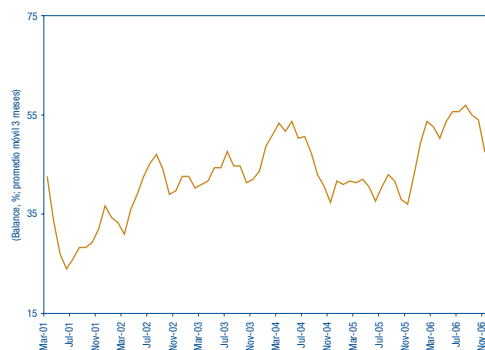
Los industriales consideran que el contrabando se ha reducido

Trimestralmente, la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo tiene un módulo especial en el que indaga a los industriales sobre diferentes temas. En diciembre de 2006, el modulo especial se concentró en el problema del contrabando y las expectativas de contratar nueva fuerza laboral.

Por el lado de la percepción sobre el contrabando en la industria, el 21% de los encuestados indicó que en el último trimestre el problema se agudizó, el 64% expresó que se mantuvo, y el 15% manifestó que mejoró. De esta manera, el balance a la pregunta se ubicó en 6% neto, cifra similar a la obtenida en el trimestre anterior e inferior en 8 puntos porcentuales respecto al registro de un año atrás. Así, los resultados obtenidos durante el último año muestran que los industriales encuestados consideran que el contrabando que afecta a su respectiva industria ha disminuido en los últimos meses (Gráfico5).

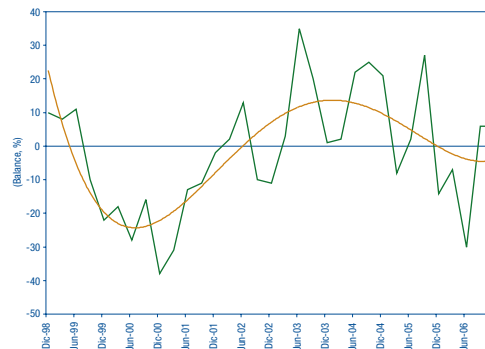
Así mismo, el 14% de los industriales encuestados afirmó que empleará más personas en su empresa en los próximos meses, el 78% expresó que mantendrán el número de empleados, y el 8% manifestó que lo disminuirán. El balance a esta pregunta se ubicó en 6% neto, cifra inferior al 8% neto obtenido en diciembre de 2005 (Gráfico 6).

Gráfico 4
EXPECTATIVAS DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA PARA LOS PRÓXIMOS SEIS MESES



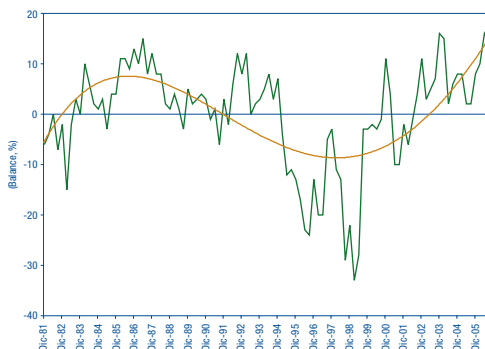
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

Gráfico 5
EL CONTRABANDO EN EL ÚLTIMO TRIMESTRES



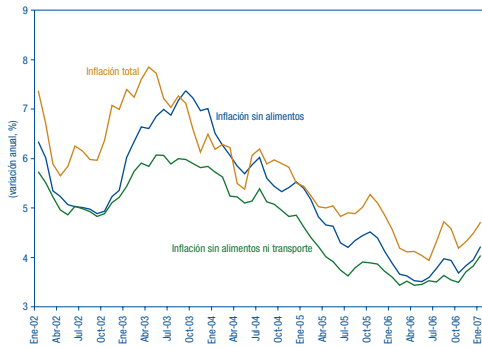
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

Gráfico 6
EXPECTATIVAS DE CONTRATAR EMPLEADOS (Próximos tres meses)



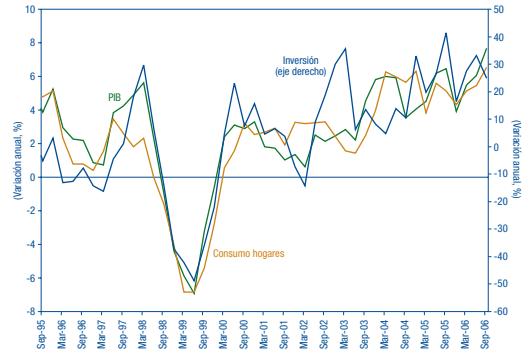
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN BÁSICA



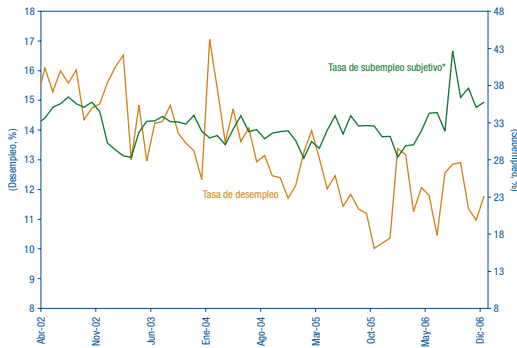
Nota: la inflación sin alimentos ni transporte se construye aislando del IPC total el componente de estos dos grupos. De igual forma se construye la inflación sin alimentos.
Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

EVOLUCIÓN DEL PIB, INVERSIÓN Y CONSUMO PRIVADO



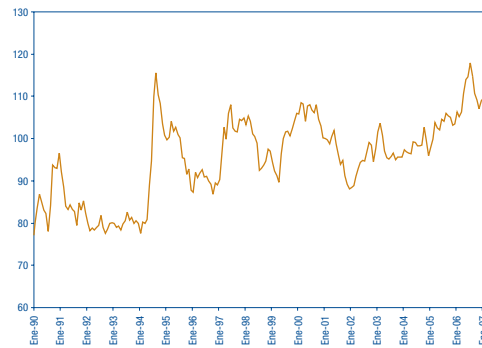
Fuente: DANE.

INDICADORES MERCADO LABORAL (Total nacional)



Nota: se refiere al total de subempleados como porcentaje de la fuerza laboral, PEA.
Fuente: DANE.

TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (IPP exportados/IPP importados)



Nota: a partir de enero de 2007 la serie del IPP es calculada por el DANE.
Fuente: Banco de la República, DANE y cálculos de Fedesarrollo.

PROYECCIONES PIB COLOMBIA (Crecimiento real anual, %)

Institución	Proyección PIB	
	2007	2008
Fedesarrollo	5,2	4,8
Consensus (Promedio)	5,2	4,8
Más alto	6,2	5,5
Más bajo	4,5	4,0
Desviación estándar	0,4	0,4

Fuente: Latinamerican Consensus Forecast.