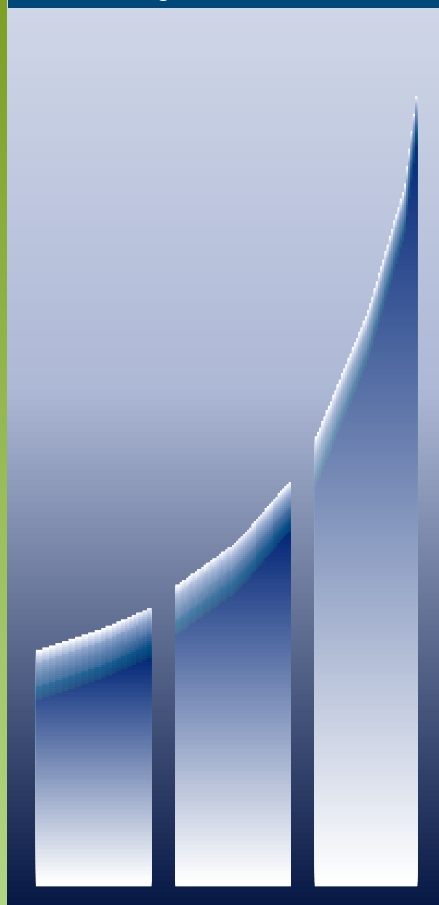


TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

64

Agosto de 2007



FEDESARROLLO

Director Ejecutivo
Mauricio Cárdenas S.

Subdirector
Mauricio Santa María S.

TENDENCIA ECONÓMICA

Directora
Camila Salamanca N.

Investigadores asistentes
Óscar Becerra C.
Anwar Rodríguez Ch.

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: La importancia de la coordinación de las políticas monetaria y fiscal

Actualidad: La crisis del mercado inmobiliario estadounidense y sus implicaciones para Colombia

Encuesta de Opinión Financiera

Encuesta de Opinión del Consumidor

Encuesta de Opinión Empresarial

Indicadores Económicos



EDITORIAL

La importancia de la coordinación de las políticas monetaria y fiscal

El comportamiento de la economía colombiana en lo que va corrido del año ha sido extraordinario. Tanto la confianza de los consumidores como el optimismo de los empresarios se han traducido en un fuerte dinamismo del consumo y la inversión, lo cual ha tenido un impacto favorable sobre el crecimiento. Sin embargo, el exceso de demanda ha dado origen a presiones inflacionarias que hacen improbable el cumplimiento de la meta de inflación para el presente año. Tampoco es claro qué sucederá con los precios en 2008.

El comportamiento de la inflación sugiere que: i) hay fuertes presiones de demanda (en el primer trimestre del año la demanda agregada creció 11% mientras que el PIB se incrementó 8%), ii) el choque de oferta de comienzos de año que afectó los precios de los alimentos no ha desaparecido tan rápido como se esperaba y iii) los cambios recientes en las condiciones de los mercados financieros internacionales pueden implicar presiones inflacionarias dado su impacto sobre la tasa de cambio.

Si bien es cierto que una parte importante del exceso de demanda, que se tradujo en un déficit de 4,6% del PIB en la cuenta corriente durante el primer trimestre, proviene del sector privado (el consumo crece a tasas de 7,3% anual y la inversión a tasas de 32% anual), es relevante preguntarse cuál debe ser el papel de la política fiscal para corregir este desbalance.

En opinión de Fedesarrollo, además de la política monetaria, la política fiscal debe jugar un papel activo en esta dirección. Es decir, la combinación de políticas adecuadas requiere un mayor esfuerzo de ahorro por parte del sector público y acciones adicionales por parte de las autoridades monetarias (un aumento

adicional de 25 puntos básicos en las tasas de intervención). La coordinación macroeconómica es fundamental, especialmente en estos momentos de turbulencia en los mercados financieros internacionales, ya que la experiencia de años pasados sugiere que una alta coherencia entre las políticas fiscal y monetaria asegura una menor vulnerabilidad del país frente a condiciones externas. Así, el objetivo de esta nota es insistir en que la situación actual de la economía colombiana aunque favorable, todavía es vulnerable. Por ello, se deben producir acciones adicionales que permitan un mayor blindaje frente a eventuales choques provenientes del exterior.

Coordinación de políticas monetaria y fiscal

Como se menciona en la sección de *Actualidad* de esta edición de *Tendencia*, los recientes episodios de turbulencia en los mercados financieros internacionales ante el deterioro del mercado hipotecario en Estados Unidos, han generado incertidumbre sobre el futuro de la economía internacional. En efecto, no se puede prever con anticipación si sólo se trata de un movimiento transitorio de los mercados o de un cambio estructural en la principal economía del mundo. Esto sugiere que, bajo las circunstancias actuales, resulta aún más imperativo generar un mayor ahorro fiscal y alcanzar un menor déficit en la cuenta corriente a través de políticas que permitan un crecimiento sostenible de la demanda agregada. Esto, a su vez, tendría repercusiones positivas sobre la inflación.

Los incrementos en las tasas de interés se interrumpieron el pasado 24 de agosto. El Banco de la República argumentó que las presiones sobre el aumento de los precios han comenzado a ceder, en especial por la caída en la inflación de alimentos que pasó de 9,7% en junio a 8,9% en julio. Además, razonablemente, prefirió dar un compás de espera a su política con el fin de obtener mayor información para evaluar la incidencia de la reciente volatilidad en los mercados internacionales sobre la economía colombiana.

Bajo este escenario, las autoridades monetarias deberán estar atentas a lo que suceda tanto en el frente interno como en el frente externo. Por una parte, aunque el DANE no ha publicado los datos del PIB para el segundo trimestre de 2007, Fedesarrollo prevé un crecimiento de alrededor de 7,5% anual durante el primer semestre (el DNP y el Ministerio de Hacienda son aun más optimistas). Ante este escenario, el Banco deberá establecer si persisten presiones de demanda que puedan poner en riesgo la sostenibilidad del déficit en cuenta corriente y del crecimiento observado hasta el momento. Por otra parte, el nerviosismo que ha impregnado los mercados financieros internacionales ha conducido a que los inversionistas extranjeros

busquen invertir su dinero en los papeles menos riesgosos, lo cual aumenta la demanda por dólares y por tanto su precio. Esto a su vez genera presiones alcistas sobre los precios de los productos transables.

La política fiscal también juega un papel importante en este reciente escenario de turbulencia, no sólo porque Colombia debe estar preparada en caso de una restricción crediticia fuerte a nivel internacional, y por tanto, debe hacer su mejor esfuerzo por reducir la necesidad de acudir a financiamiento externo, sino porque hasta el momento el sector público también está generando presiones de demanda (o por lo menos podría lograr un mayor ahorro fiscal). Por tanto, se requiere una política fiscal contracíclica que ahorre en períodos de auge y pueda sostener la demanda agregada en períodos de desaceleración.

El Gobierno ha hecho esfuerzos por generar mayores ahorros. El Ministerio de Hacienda dio a conocer el Presupuesto de 2008 y el Marco Fiscal de Mediano Plazo, que adoptan algunas de las recomendaciones de la Comisión Independiente de Gasto Público (CIGP) con el fin de producir un mayor ahorro de los ingresos extraordinarios resultantes del buen comportamiento económico. Dentro de las medidas se destacan el recorte en el Presupuesto de 2007 en \$1,1 billones y el cálculo del incremento porcentual del presupuesto de gasto (excluidas las inversiones en equipos militares) menor al crecimiento esperado de la economía en el proyecto de presupuesto de 2008.

Sin embargo, en la búsqueda de una mayor *adaptabilidad* de la política fiscal a los cambios en el entorno macroeconómico, el esfuerzo debería ser aún mayor. A este respecto, el Gobierno debería revisar su decisión de no privatizar el 56% restante de ISA y un 25% adicional de ISAGEN. Si bien el Gobierno buscó compensar esta decisión con la venta de algunas electrificadoras del nororiente del país, durante 2008 tendrá que buscar más financiación de la prevista en los mercados internacionales. La revisión de esta decisión sería oportuna sobre todo si se tiene

en cuenta que las condiciones en los mercados financieros internacionales pueden no seguir siendo tan favorables como en años anteriores. Por esto, no cabe la menor duda que ante el nuevo panorama internacional se hace aún más importante avanzar en estas privatizaciones de manera decidida.

Medidas de más largo plazo: asegurar una mayor eficiencia del gasto público

Es importante adoptar las medidas que aseguren una mayor eficiencia del gasto público, sobre todo en lo que tiene que ver con el gasto en infraestructura y el gasto militar. Un análisis detallado del presupuesto de inversión y del Plan Plurianual de Inversiones contenido en el Plan Nacional de Desarrollo sugiere que el gasto en infraestructura no está siendo del todo eficiente. Una parte no despreciable de los recursos de inversión del Gobierno Nacional se destinan a la construcción y mantenimiento de vías terciarias, que debería estar en cabeza de los departamentos y municipios. Por ello, la CIGP recomendó la creación de una Gerencia de Proyectos de Infraestructura en el Ministerio de Hacienda para destrabar e impulsar los procesos de concesiones de la red primaria, fuente importante de financiación para los proyectos de infraestructura. Además, el Gobierno debe incluir dentro de su agenda económica la destinación de mayores recursos a los proyectos de infraestructura de interés nacional.

Por otra parte, para lograr mayores avances en seguridad, el uso y manejo del gasto militar deben responder a criterios de eficiencia. Para esto es necesario hacer un seguimiento cercano por parte de la sociedad civil al uso de los recursos destinados a seguridad. El Gobierno ya ha pensado en esto y ha creado una Comisión de Ética y Transparencia para tal fin. Resulta de gran interés para el país que el Gobierno haga una mayor divulgación pública de esta importante medida y que la Comisión diseñe un cronograma de informes a ser presentados.

La crisis del mercado inmobiliario estadounidense y sus implicaciones para Colombia

En las últimas semanas, los mercados financieros internacionales han vivido un episodio de marcada turbulencia. En sólo unos días, los índices de las principales bolsas del mundo mostraron caídas importantes y los *spreads* de deuda soberana se elevaron, a la vez que la demanda por títulos de deuda del gobierno estadounidense aumentó. Estos episodios tienen como común denominador el deterioro del mercado inmobiliario estadounidense, que ha generado un estado de incertidumbre y nerviosismo entre los inversionistas.

Si bien la economía colombiana ha mostrado un buen desempeño en lo corrido del año y el panorama interno se encuentra relativamente en calma, no pueden desconocerse los cambios que están ocurriendo en el entorno internacional, y en especial, en los mercados financieros. En esta edición de *Tendencia*, se describe lo que ha sucedido en el mercado inmobiliario en Estados Unidos durante las últimas semanas y se analizan sus implicaciones sobre el mercado financiero internacional. Además, se realizan algunas consideraciones sobre las consecuencias de estos fenómenos sobre la actividad económica nacional.

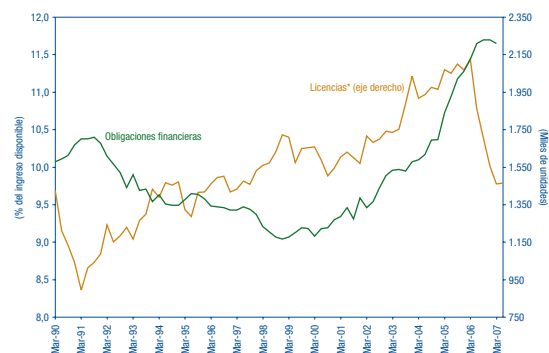
El mercado inmobiliario en Estados Unidos

La crisis reciente del mercado inmobiliario e hipotecario estadounidense evidenció la vulnerabilidad de los mercados financieros internacionales frente a noticias negativas. La principal explicación de este hecho se fundamenta en la estrecha relación existente entre los diferentes instrumentos financieros y el mercado hipotecario estadounidense.

Durante los primeros años de esta década, las condiciones de mercado permitieron una flexibilización de la política monetaria en Estados Unidos, por lo que la tasa de interés de referencia (*prime*) disminuyó significativamente, pasando de 9% en enero de 2001 a 4% en junio de 2004. Esta reducción se tradujo en una baja de las tasas de interés de la cartera bancaria, lo que estimuló el endeudamiento por parte de los hogares especialmente en cartera hipotecaria. Las obligaciones financieras hipotecarias de los hogares pasaron de 9,3% de su ingreso disponible en el primer trimestre de 2001 a 10,2% en el segundo trimestre de 2004. En respuesta a la mayor dinámica de la demanda, la construcción de vivienda exhibió un importante crecimiento y en promedio entre 2001 y 2004 se aprobaron 1,8 millones de licencias de construcción por año, es decir 300.000 unidades más que las observadas durante el período 1996-2000 (Gráfico 1).

Las bajas tasas de interés y la creciente demanda de crédito por parte de los hogares, generaron un mayor dinamismo del

Gráfico 1
OBLIGACIONES FINANCIERAS HIPOTECARIAS Y NÚMERO DE LICENCIAS DE CONSTRUCCIÓN EN ESTADOS UNIDOS



* Datos anualizados.

Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos.

mercado de instrumentos financieros, tales como la titularización, que facilitan el fondeo del crédito hipotecario en el mercado de capitales. En general, estos instrumentos resultaron exitosos en la asignación de créditos y además contribuyeron a que muchos más inversionistas participaran en el mercado hipotecario. Sin embargo, las bajas tasas de interés y la creciente oferta de crédito permitieron que aquellos hogares que no cumplían las condiciones requeridas para acceder a un crédito en el mercado convencional (denominado el mercado *prime*), obtuvieran créditos a tasas más altas, aumentando así la participación de clientes más riesgosos o de menor calificación (el mercado *subprime*) en el crédito agregado. Mientras tanto, en el sector real, el impulso al crédito de vivienda favoreció la valorización de este tipo de activos, incentivando la inversión en proyectos de vivienda nueva y usada. De acuerdo con la oficina del Censo de Estados Unidos, en el año 2000 se vendieron 877.000 casas nuevas a un precio promedio de US\$207.000, mientras que en 2004, las ventas alcanzaron 1,2 millones de unidades, a un precio promedio de US\$274.500.

Hasta ese momento, aunque ya algunos analistas cuestionaban la posible aparición de una burbuja hipotecaria, el panorama económico estadounidense continuaba bajo condiciones favorables. Sin embargo, a finales de 2004 la historia cambió. La expansión de la demanda agregada y el crecimiento de la economía mundial generaron presiones inflacionarias en varias de las economías desarrolladas, que llevaron a que los bancos centrales aumentaran sus tasas de interés de intervención. El incremento en las tasas de interés significó un aumento del servicio de la deuda contraída, en especial la del mercado *subprime* a tasa variable. Esto llevó a un aumento de la oferta de vivienda usada, que presionó a la baja el precio de este tipo de bienes. El

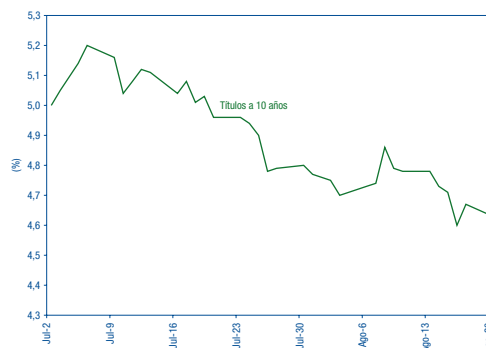
valor de los créditos comenzó a superar el valor de las viviendas adquiridas, y los hogares comenzaron a incumplir el pago de sus obligaciones.

El crecimiento del número de incumplimientos resulta preocupante y, como se está evidenciando, se ha convertido en un factor desestabilizador de los mercados financieros internacionales. El nerviosismo se apoderó de los mercados de capitales, ya que muchos de los grandes inversionistas estadounidenses e internacionales tienen parte de su capital invertido en fondos expuestos al crédito. Por ejemplo, uno de los principales bancos franceses, el *BNP Paribas*, decidió suspender la posibilidad de retirar el dinero consignado en tres fondos que están invertidos en activos hipotecarios estadounidenses, argumentando que ante la creciente ola de incumplimientos por parte de los clientes, no es posible valorar el riesgo implícito de estos fondos ni, por lo tanto, su precio. Así mismo, varios fondos importantes han sufrido pérdidas significativas. En los últimos días el gobierno alemán rescató al banco *IKB Deutsche Industriebank*, el *NIBC Holdings* (Holanda) anunció pérdidas de al menos 188 millones de dólares en inversiones asociadas al mercado hipotecario estadounidense y otros fondos y bancos alrededor de Europa e incluso Australia se han visto afectados¹.

La incertidumbre que se ha desatado a partir de noticias como la del *BNP Paribas*, han llevado a que los inversionistas se inclinen por activos más seguros (por ejemplo, títulos del tesoro norteamericano) y liquiden sus posiciones con algún tipo de riesgo (como las acciones). Este fenómeno es conocido como un efecto de “movimiento hacia la calidad” (*flight to quality*). En efecto, durante las primeras semanas de agosto, la volatilidad implícita en los mercados accionarios ha aumentado a niveles no observados desde 2003, mientras que en el mercado de deuda, la demanda por bonos del gobierno estadounidense ha llevado a que la tasa de estos títulos disminuya (Gráfico 2). En este mismo período, los principales índices bursátiles de las economías desarrolladas cayeron en promedio 1,65% para Estados Unidos y 3,46% para Europa. Las mayores disminuciones se observaron en los países latinoamericanos, donde los índices bursátiles de la Bolsa de Sao Paulo (BOVESPA) y de Buenos Aires (MERVAL) disminuyeron 9,27% y 11,52%, respectivamente (Gráfico 3). Por su parte, en promedio, los *spreads* de los países latinoamericanos han aumentado en el mes de agosto 33,6 puntos básicos (pb)².

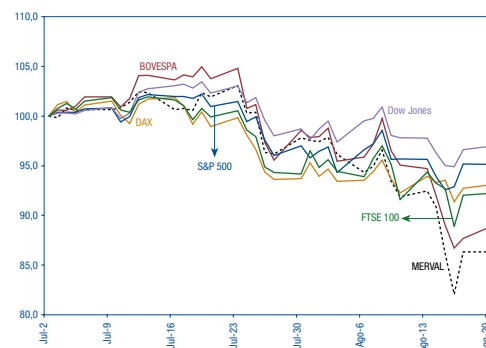
Ante la crisis reciente los analistas se encuentran divididos acerca de las posibles consecuencias que ésta tendrá sobre

Gráfico 2
TASA DE BONOS DEL TESORO ESTADOUNIDENSE A 10 AÑOS



Fuente: St. Louis FRED.

Gráfico 3
PRINCIPALES ÍNDICES BURSÁTILES DEL MUNDO
(2 de julio de 2007 = 100)



Fuente: Bolsas de valores de cada país.

la economía global. Por un lado, algunos opinan que lo que se está observando es el resultado de un proceso de corrección en los mercados financieros, en el que el precio de los activos será valorado de forma más eficiente para que tenga en cuenta el riesgo subyacente y en consecuencia, es un fenómeno temporal. Entre los que comparten esta opinión se destacan los bancos centrales de las economías desarrolladas, que han manifestado su intención de ofrecer la liquidez necesaria para satisfacer la demanda de las instituciones financieras que lo requieran. Con esta premisa, a mediados de agosto la Reserva Federal de Estados Unidos bajó sus tasas de redescuento en 50 puntos básicos (de 6,25% a 5,75%).

De otra parte, existen analistas que mantienen una posición más pesimista y consideran que es altamente probable una caída fuerte del producto de la economía estadounidense (*hard landing*) y un racionamiento de crédito que se extienda a la economía mundial. Bajo este punto de vista, la crisis inmobiliaria de Estados Unidos no se encuentra asociada con problemas de liquidez sino más bien de solvencia. Así, en lugar de tener un carácter de corto plazo, se extenderá a otros regiones del mercado hipotecario,

¹ The New York Times, *Mortgage Losses Echo in Europe and on Wall Street*. 10 de agosto de 2007.

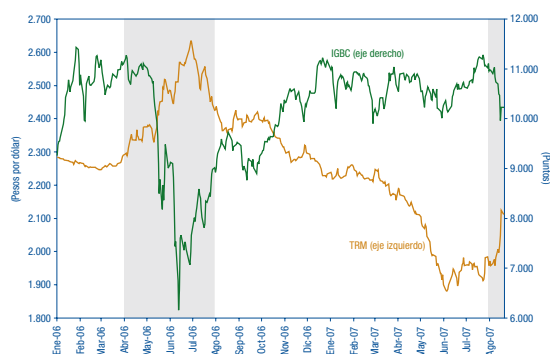
² Los países latinoamericanos que exhibieron mayores aumentos en sus *spreads* de deuda fueron Venezuela (116 pb), Ecuador (41 pb), Argentina (31 pb), Colombia (23 pb) y Perú (22 pb).

esto se traducirá en una mayor desaceleración del sector de la construcción en dicho país, además de mayores pérdidas para quienes tienen inversiones en activos respaldados con créditos hipotecarios. Las proyecciones de crecimiento de Estados Unidos, varían según los dos escenarios, entre un crecimiento de 1,9%-2% para los escenarios pesimistas y un crecimiento de 2,2%-2,5%, para los escenarios optimistas. Según las proyecciones de Fedesarrollo, con un crecimiento de 2,2% la economía colombiana crecería 6,4% en 2007. De cumplirse las predicciones menos optimistas, esta cifra podría verse afectada a la baja.

¿Qué posibles efectos puede tener esta crisis sobre Colombia?

La crisis del mercado inmobiliario estadounidense puede tener diversos efectos sobre el sector real y financiero colombiano. Hasta el momento, las consecuencias más visibles de los problemas observados han sido el significativo aumento del precio del dólar y la caída del índice de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC). En efecto, el nerviosismo de los mercados se reflejó en una mayor demanda por dólares y una reducción de las posiciones en acciones, lo que implicó un aumento de más de 150 pesos en la tasa de cambio en tres semanas (Gráfico 4), mientras que en los primeros 20 días de agosto, el IGBC disminuyó 729 puntos (6,7%).

Gráfico 4
IGBC Y TRM



Fuente: Banco de la República y Bancolombia.

Sin embargo, se pueden presentar otras consecuencias más profundas asociadas a lo que efectivamente ocurra con los mercados financieros internacionales en los próximos meses. Como ya se mencionó, algunos analistas esperan que este episodio sea el resultado de una corrección en los precios de algunos activos, y por lo tanto, sus efectos sean transitorios. Si este es el caso, un escenario probable será uno en el que debido

a la nueva apreciación del riesgo que se generará después de la turbulencia, los *spreads* de deuda de los países emergentes se mantengan en niveles superiores a los que se observan en la actualidad, lo que, sumado a la menor liquidez internacional, implicará que los flujos de capitales por concepto de inversión de cartera (deuda) e inversión extranjera, muestren una disminución en el corto y mediano plazo. Esto, por un lado, llevará a que el precio del dólar muestre un repunte en los próximos meses y, por otra parte, conducirá a que la tasa de crecimiento de la inversión y el consumo privado se moderen.

El segundo escenario se relaciona con el posible racionamiento de crédito previsto por otro grupo de analistas. La disminución de liquidez en el mercado internacional desataría una mayor competencia por los flujos de capitales, lo que implicaría un mayor aumento en los *spreads* de deuda. Como Fedesarrollo ha mencionado en ocasiones anteriores, este resultado puede ser negativo para la economía colombiana, ya que algunos de nuestros fundamentales, por ejemplo el déficit en cuenta corriente y el déficit fiscal, se encuentran en niveles superiores al resto de los países latinoamericanos. No obstante, los niveles de confianza, el panorama interno favorable para la inversión y el crecimiento sostenido que ha exhibido la economía en los últimos años, son factores que desempeñan un papel importante en mantener una buena percepción de Colombia ante los inversionistas externos. Al igual que en el escenario anterior, la disminución de capital externo se traduciría en un alza del precio del dólar, en este caso mucho más marcada, y en un menor crecimiento de la inversión y el consumo privado.

Así, la actual crisis inmobiliaria en Estados Unidos evidencia la vulnerabilidad que tienen los mercados internacionales ante este tipo de situaciones, debido principalmente al desarrollo de varios instrumentos financieros que permite que diferentes tipos de inversionistas participen directa o indirectamente en el mercado hipotecario. Para Colombia, este episodio puede representar grandes riesgos dependiendo de la evolución de esta crisis en las próximas semanas. Si esta es temporal, la turbulencia sólo representa un período de corrección en la valoración de inversiones en activos riesgosos y tendrá una leve repercusión sobre la tasa de cambio, la inversión y el consumo privado. No obstante, si los incumplimientos observados en el mercado inmobiliario conllevan a una fuerte reducción del crédito, la competencia sobre los recursos disponibles en mercados externos se incrementará y aquellos países con condiciones más favorables para la inversión serán los menos afectados. Aunque ya se han podido percibir algunos efectos sobre la evolución de la tasa de cambio, es de esperarse que la dinámica de la economía colombiana no se vea muy afectada durante 2007 y muy probablemente, dichos efectos tomarán una mayor vigencia durante los primeros meses de 2008.

Se acentúa la percepción de la disminución de la inflación

En el mes de julio, 92% de los encuestados respondió a la pregunta sobre las expectativas de inflación para los próximos seis meses que ésta no aumentaría. Adicionalmente, el 3% de los encuestados respondió que la inflación se mantendría igual, mientras que tan sólo el 5% respondió que ésta iba a aumentar en los próximos seis meses. Lo anterior ubica el balance de esta pregunta en -87%, frente a un balance de -80% en el mes de junio y -65% en mayo (Cuadro 1). Debe recordarse que en julio la inflación mensual fue de 0,17%. Aunque este resultado fue positivo, resultó menos satisfactorio que lo esperado por el mercado. Esto indica que si bien la política de aumentos en las tasas de interés por parte del Banco de la República está impactando las expectativas de inflación, los resultados sobre la inflación observada aún no son del todo evidentes. De hecho, la variación anual registrada durante el mes de julio (5,77%) sigue situándose por encima del rango meta establecido para 2007 (Gráfico 1).

En concordancia con este hecho, los administradores de portafolio siguen esperando aumentos adicionales en las tasas de interés del Banco Central. En efecto, en julio, 71% de los encuestados respondió que en los próximos seis meses la tasa de interés de intervención del Banco de la República aumentará, mientras que 29% de los encuestados respondió que ésta se mantendrá inalterada y ninguno prevé una posible disminución.

Las menores expectativas de inflación promueven a una mejora en el Índice de Confianza del Mercado (ICM)

El Índice de Confianza del Mercado (ICM) está basado en las expectativas que tienen los administradores de portafolio sobre el comportamiento futuro de la inflación, el *spread* y el crecimiento económico. Un valor del ICM por debajo del promedio indica que el grado de confianza de los administradores de portafolio en la economía está desmejorando. Después de un leve retroceso durante el mes de junio, el ICM se sitúa en julio una desviación estándar por encima del promedio (lo cual corresponde al valor más alto alcanzado en lo corrido del año) (Gráfico 2). Esto se ha traducido en un aumento del apetito por papeles emitidos en pesos y acciones colombianas por parte de los inversionistas.

Los títulos atados a la DTF continúan siendo los más atractivos

En julio, el 55% neto de administradores de portafolio espera incrementar su posición en títulos atados a la DTF. En junio dicho porcentaje alcanzó el 52% neto. De este modo, este papel continúa siendo el más atractivo en el mercado. En segundo lugar, se encuentran los TES de largo plazo, con un balance igual a 31%. Las acciones colombianas se ubican en el tercer lugar con 24% neto, seguido de cerca por los TES de corto plazo con un balance de 18%. En el último lugar se encuentran los papeles atados al IPC, para los cuales se espera en julio una reducción de 23% neto en las inversiones.

El Índice de Activo Preferido (IAP) para los TES de corto plazo demuestra que los títulos atados a la DTF continúan punteando. Adicionalmente, los TES de largo plazo muestran un repunte importante puesto que el apetito por estos ha aumentado entre los administradores (el balance de esta pregunta aumentó en 12 puntos en el último mes).

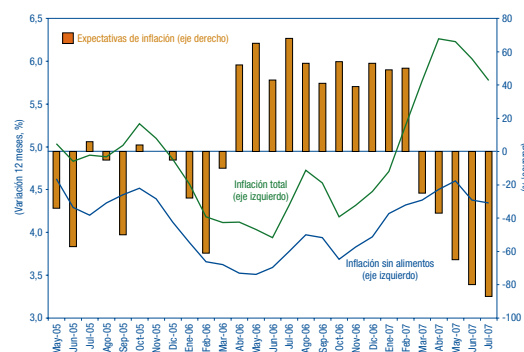
Cuadro 1
EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS PARA LOS PRÓXIMOS SEIS MESES (% NETO)

	Junio	Julio	Cambio (puntos)
Tasa de interés Banco de la República	54	71	17
Inflación	-80	-87	-7
Tasa de cambio	-32	21	53
Spread	24	18	-6
Crecimiento económico	-39	-40	-1

Balance: diferencia entre el porcentaje de respuestas positivas y el de respuestas negativas.

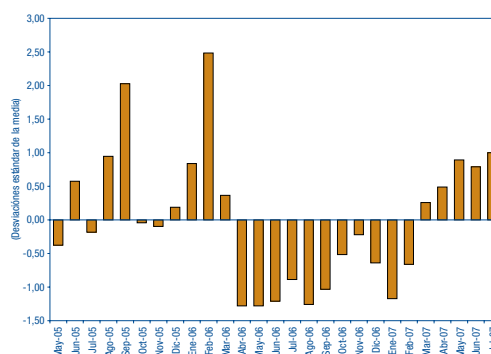
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC - Fedesarrollo.

Gráfico 1
VARIACIÓN ANUAL IPC Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



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

Gráfico 2
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL MERCADO (ICM)



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo.

La confianza del consumidor registra dos meses seguidos de aumento

La Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo arrojó resultados positivos para el mes de julio de 2007 gracias al progreso que registró el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) frente al mes inmediatamente anterior. En julio de 2007 el ICC alcanzó un registro de 28,6 puntos lo cual implica un aumento de 3,5 puntos con respecto al mes de junio (Cuadro 1). Aunque la noticia es positiva, este registro se sitúa 1,2 puntos por debajo de la cifra obtenida en el mes de julio del año anterior, cuando el ICC se situó en 29,8. Lo anterior pone en evidencia el retroceso en la confianza del consumidor exhibido en el mes de mayo de 2007, durante el cual el ICC perdió 8,2 puntos. La dinámica de los últimos dos meses ha permitido que se recuperen 6,9 puntos, esto confirma la tendencia positiva en la confianza del consumidor (Gráfico 1).

El componente del ICC que registró el mejor desempeño continúa siendo la disposición para la compra de bienes durables por parte de los hogares. En efecto, 73,5% de los encuestados expresó que la situación es buena para realizar compras de este tipo, 22,8% considera que este sería un mal momento para realizar dichas compras y el 3,7% manifestó ser indiferente al respecto. Lo anterior ubica el balance a esta pregunta en 50,8%, lo que representa un incremento de 5,6 puntos con respecto al mes anterior y lo ubica en el punto histórico más alto (Gráfico 2). Por su parte, el componente que mide las expectativas sobre la situación económica de los hogares registró un comportamiento positivo. El 52,5% de los hogares encuestados respondió de manera positiva a dicha pregunta, 11,1% afirmó que su situación empeoraría y 36,4% piensan que la situación se mantendrá inalterada a lo largo del año. Así, el balance a la pregunta de las expectativas sobre la situación económica del hogar, registró un desempeño positivo al ubicarse en 41,5%, lo que significa un alza de 6,9 puntos con respecto al mes de junio de 2007. Este incremento corresponde a la variación más alta entre los componentes del ICC.

Por último, las expectativas sobre las condiciones económicas del país para el próximo año registraron una dinámica menos favorable. Si bien el balance de respuestas a dicha pregunta a julio de 2007 registra un leve incremento (1,5 puntos) con respecto al mes de junio de 2007, este está 2 puntos por debajo del balance registrado un año atrás. Más específicamente, 31,7% de los encuestados cree que las condiciones económicas del país estarán mejores dentro de 12 meses, mientras que 17,1% afirma que estas empeorarán. La mayor parte de los encuestados (51,2%) respondió que la situación permanecerá inalterada.

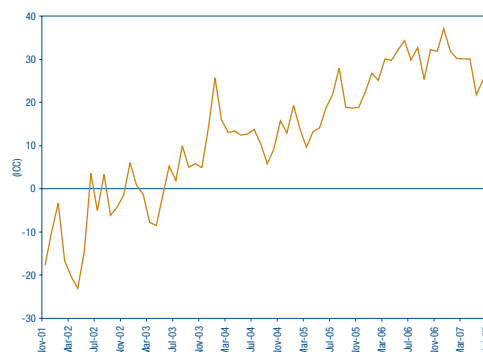
El Índice de Condiciones Económicas (ICE) registró un incremento de 3,3 puntos, pasando de 32,4 en junio a 35,7 en julio. Con respecto a julio de 2006, dicho índice registró un incremento de 5,1 puntos, lo cual es coherente con la cifra históricamente alta en la disposición de compra de bienes durables de los hogares. Por su parte, el Índice de Expectativas del Consumidor (IEC), presenta en julio de 2007 un nivel de 23,9 puntos, el cual está por encima del resultado del mes anterior (20,3 puntos). Así, en julio se registraron dinámicas positivas en el comportamiento de los consumidores.

Cuadro 1
RESUMEN DE RESULTADOS
ENCUESTA DE CONSUMO

	Julio 2006	Junio 2007	Julio 2007	Cambio mensual	Cambio anual
ICC	29,8	25,1	28,6	3,5	-1,2
IEC	29,3	20,3	23,9	3,6	-5,4
ICE	30,5	32,4	35,7	3,3	5,2

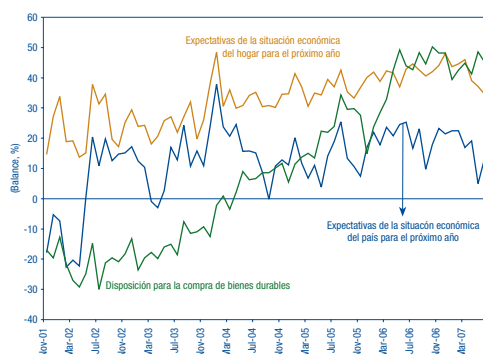
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo.

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR
(ICC)



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

Gráfico 2
COMPONENTES DEL ICC



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

Bogotá registra el mayor nivel de confianza

Tomando los resultados de la EOC para el mes de julio de 2007, Cali es la ciudad que presenta el índice de confianza más moderado. El primer lugar lo ocupa Bogotá, seguido por Barranquilla y Medellín (Gráfico 3). De esta forma, al alcanzar un ICC de 31,0 puntos, Bogotá retoma el primer lugar después de nueve meses. En Barranquilla, Medellín y Cali el ICC registró valores de 28,8 puntos, 28,3 puntos y 20,1 puntos respectivamente. Bogotá y Barranquilla se ubican por encima del valor de julio de 2006 (en 0,5 puntos y 4,1 puntos respectivamente) lo cual indica que se ha recuperado la confianza en este último año. Medellín registra el mismo índice de confianza que hace un año, mientras que Cali ha registrado un retroceso de 13 puntos entre junio de 2006 y julio de 2007.

El ahorro de los hogares registra un leve retroceso

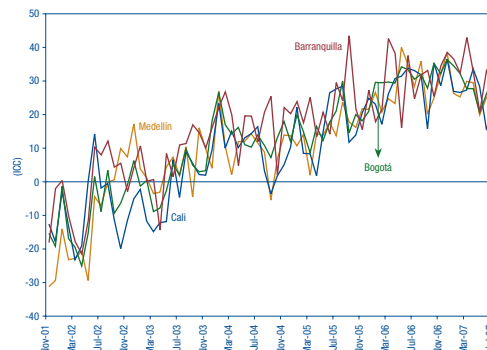
Los resultados reportados por la EOC durante el mes de junio de 2007 mostraban un importante repunte de la capacidad de ahorro de los hogares. Si bien el balance a la pregunta sobre si los hogares logran ahorrar una parte de sus ingresos siempre se ha ubicado en terreno negativo, el mes de junio de 2007 se registró el balance histórico más favorable (-26,9%). La dinámica del mes de julio de este año registra una contracción en el ahorro de los hogares en la medida en que 29,2% de los hogares encuestados respondió que el ingreso recibido les alcanza para ahorrar, mientras que el 70,8% restante indicó lo contrario. De esta forma el balance a esta pregunta para el mes de julio se ubica en -41,6%, cifra inferior en 11,7 puntos porcentuales respecto a la registrada en junio de 2007. A pesar de este leve retroceso, la tendencia de las percepciones de ahorro sigue siendo positiva lo cual demuestra una mejora sistemática en las condiciones económicas de los hogares colombianos (Gráfico 4).

Si se desagrega dicho balance por estratos, el balance más favorable se encuentra en los estratos altos (-7,7%) seguido por los estratos medios (-36,3%) y finalmente por los estratos bajos (-50,6%). Las diferencias en la capacidad de ahorro de los hogares se han ampliado en la medida en que en julio de 2006 los estratos altos registraba un balance de -20,9%, los estratos medios -25,7% y los estratos bajos -43,4%

Las expectativas de inflación continúan disminuyendo

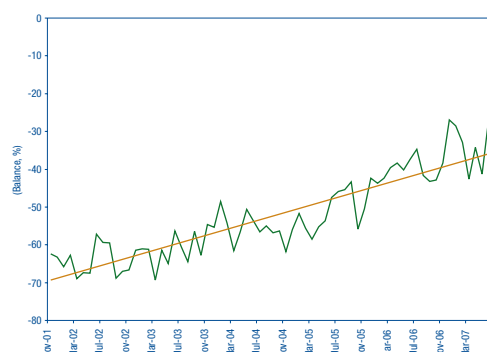
La EOC recoge la expectativa de inflación que tienen los hogares para los próximos doce meses. Aunque la medida obtenida por la encuesta tiende a sobreestimar el comportamiento real de la inflación, existe una estrecha relación entre ambas series. La variación anual de la inflación de alimentos, la cual es directamente percibida por los hogares, ha disminuido en los últimos meses, pasando de 9,69% en junio de 2007 a 8,93% en julio del mismo año. Del mismo modo, las percepciones de la inflación registran dos meses continuos de disminuciones. En mayo, el balance a esta pregunta se ubicaba en 75,4%, pasando en junio a 68,8% y finalmente en julio a 66,2% (Gráfico 5). Lo anterior muestra la estrecha relación entre la inflación de alimentos y las percepciones de inflación de los hogares colombianos.

Gráfico 3
ICC POR CIUDAD



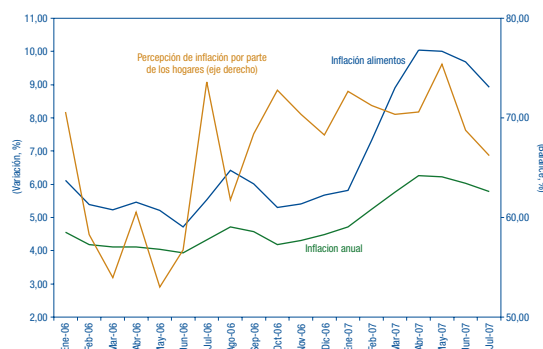
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo.

Gráfico 4
EVOLUCIÓN DE LA CAPACIDAD DE AHORRO
DE LOS HOGARES



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

Gráfico 5
INFLACIÓN Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



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

La confianza industrial crece nuevamente

Después de cuatro meses de reducciones en el Índice de Confianza Industrial (ICI) construido a partir de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo, el pasado mes de junio se registró un incremento en dicho indicador. El incremento de 3 puntos entre mayo y junio de 2007 ubica al ICI en 11 puntos. Si bien el aumento fue leve, es significativo, pues representa un cambio en la tendencia decreciente de los últimos 4 meses (Gráfico 1). Esto es alentador, pues después de un año 2006 caracterizado por una dinámica económica positiva, el año 2007 se había caracterizado por una reducción de la confianza industrial (posiblemente a causa de las presiones inflacionarias y de la revaluación del tipo de cambio).

El ICI tiene tres componentes básicos: el nivel de existencias, el nivel de pedidos y las expectativas de producción para los próximos tres meses. Al observar los datos sobre el nivel de existencias, se evidencia que no se están quedando productos sin vender al final del mes, esto puede estar ligado a que el nivel de pedidos por atender y las expectativas de producción para los próximos tres meses muestran una leve reactivación. En efecto, 12% de los encuestados afirmó tener niveles de existencias grandes, 75% normales y el 13% restante, pequeñas. Lo anterior ubica el balance a esta pregunta en -1%, e implica que los empresarios no ven en el nivel de existencias un problema. Por otra parte, 17% de los empresarios encuestados respondió que tenían un nivel alto de pedidos por atender, mientras que 59% declaró tener un nivel normal de pedidos y 24% afirmó tener niveles bajos. Así, el balance de esta pregunta se ubica en -7%. Este resultado muestra un leve incremento (de 3 puntos) con respecto al mes de mayo de 2007, pero sigue siendo 8 puntos inferior al resultado registrado en junio de 2007. Finalmente, las expectativas de producción para los próximos tres meses muestran un repunte importante con respecto al mes de mayo. El balance a esta pregunta se ubicó en junio en 38%, esto es, 6 puntos por encima del balance de mayo del presente año. Así, el incremento presentado en el ICI se debe principalmente a las mejoras en las expectativas de producción y, en menor magnitud, a un mejor nivel de pedidos (Gráfico 2).

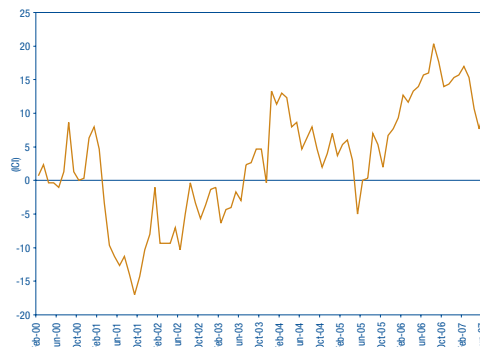
El comportamiento del tipo de cambio fue el principal obstáculo para la actividad exportadora en el último trimestre

El módulo especial de comercio exterior aplicado trimestralmente con la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) revela una leve mejoría en la rentabilidad de la actividad exportadora durante el último trimestre. El balance a dicha pregunta (-59%) se ubicó un punto porcentual por encima del balance reportado el trimestre anterior (-60%) (Gráfico 3).

El comportamiento del tipo de cambio fue un factor determinante que impidió un mayor crecimiento de la actividad exportadora.

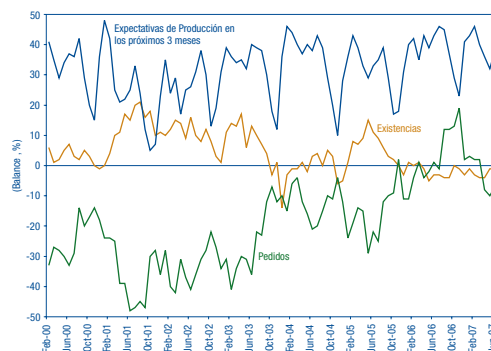
En efecto, a la pregunta sobre los factores que afectan la actividad exportadora, el 86% de los encuestados afirmó que la tasa de cambio

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL (ICI)



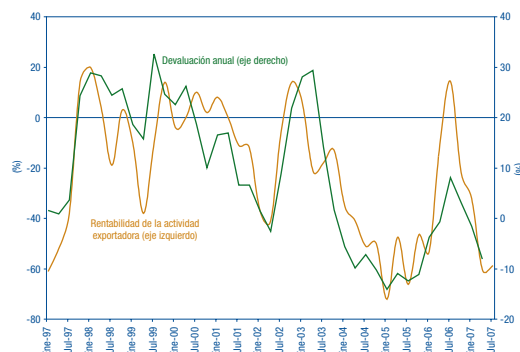
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

Gráfico 2
COMPONENTES DEL ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL



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

Gráfico 3
RENTABILIDAD DE LA ACTIVIDAD EXPORTADORA VERSUS DEVALUACIÓN ANUAL



Nota: el dato de devaluación corresponde a la variación del promedio trimestral de la Tasa Representativa del Mercado (TRM).

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo. Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

peso-dólar fue un factor desfavorable para su actividad, 13% respondió que era neutral y solamente el 1% expresó que éste fue un factor favorable. Lo anterior ubica el balance de esta pregunta en -85%, cifra inferior en 92 puntos porcentuales al registro observado en el mismo período de 2006. Los demás factores que afectaron la actividad exportadora fueron: costos de producción (-36%), tasa de cambio dólar-moneda del país comprador (-34%), transporte internacional (-28%), servicios portuarios en Colombia (-28%) y transporte interno (-23%). Por otro lado el sistema de fomento a las exportaciones tipo Plan Vallejo tuvo un impacto positivo sobre la actividad exportadora, por lo que el balance a esta pregunta se ubicó en 30% (Gráfico 4).

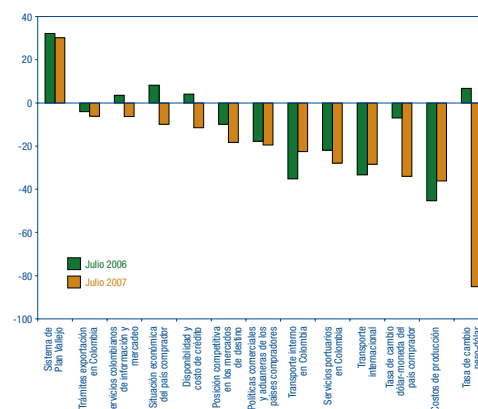
Por otro lado, las expectativas de exportación para el próximo trimestre muestran una mejoría en la medida en que 28% de los encuestados piensan que sus exportaciones aumentarán, el 58% que estas se mantendrán inalteradas y el 13% restante que disminuirán. De esta forma el balance a esta pregunta se encuentra en 15%, esto es, 8 puntos porcentuales por encima del registro inmediatamente anterior (Gráfico 5).

La confianza comercial registró un leve repunte

El Índice de Confianza Comercial (ICCO) presentó una leve variación (0,7 puntos) entre el mes de mayo y el mes de junio de 2007, al pasar de 24,6 puntos a 25,3 puntos. Si bien este indicador se encuentra por debajo de la referencia del año anterior (en junio de 2006 el ICCO se encontraba en 28,6 puntos) su tendencia es positiva (Gráfico 6).

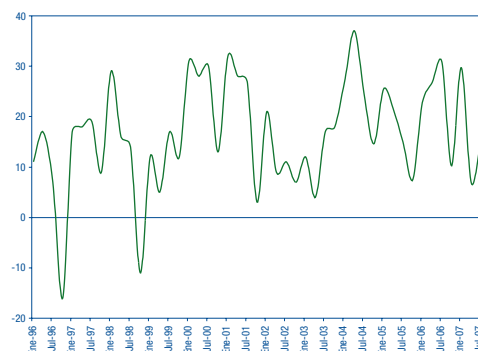
El ICCO se calcula promediando el balance de tres preguntas. La primera indaga sobre la situación económica actual, la segunda sobre la situación económica para los próximos seis meses, y la tercera sobre el nivel de existencias de la empresa (este valor entra con signo negativo). La situación económica de las empresas comerciales muestra un leve retroceso, 50% de los encuestados respondió que la situación económica actual es buena, mientras que 5% afirmó que dicha situación es mala. El 45% restante respondió que la situación es regular. Por lo tanto, el balance a dicha pregunta se encuentra en 45%, cifra inferior en 5 puntos porcentuales a la registrada en el mes de mayo de 2007. El balance a la pregunta sobre las expectativas de la situación económica en los próximos seis meses resultó inalterado frente al registro de mayo de 2007; la cifra se encuentra estable en 49%. Finalmente, el nivel de existencias de las empresas comerciales registra un comportamiento positivo, ya que el balance a esta pregunta se ubicó en 18%, cifra 7 puntos porcentuales por debajo del registro del mes de mayo de 2007. Esto se debió a que 26% de los empresarios indicó que en la actualidad sus existencias son altas, la mayor parte indicó que el nivel de existencias es normal (66%) y sólo 8% afirmó tener existencias bajas. En esta medida se puede ver que la disminución en el nivel de las existencias ha compensado la disminución en la percepción de los comerciantes acerca de la situación económica actual y por lo tanto no se registró una variación significativa en el ICCO para el mes de junio de 2007.

Gráfico 4
FACTORES QUE AFECTAN LA ACTIVIDAD EXPORTADORA
(Balances segundo trimestre 2006 y 2007)



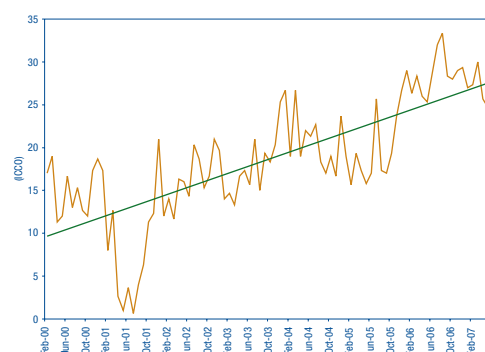
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

Gráfico 5
EXPECTATIVAS DE EXPORTACIÓN PARA EL
PRÓXIMO TRIMESTRE



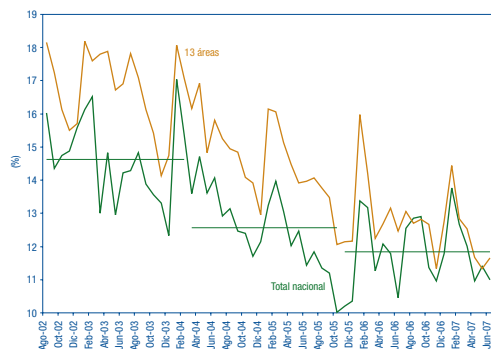
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

Gráfico 6
ÍNDICE DE CONFIANZA COMERCIAL
(ICCO)



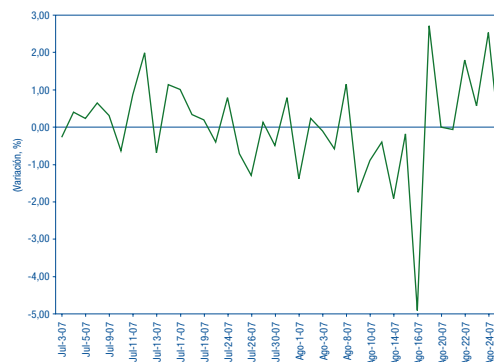
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

TASA DE DESEMPLEO



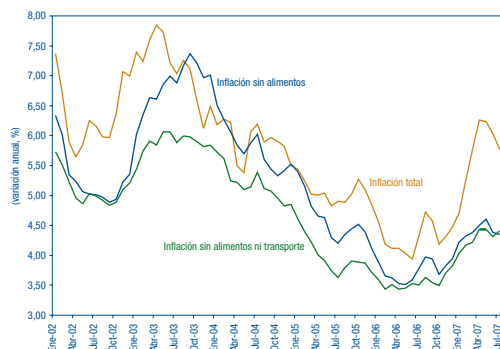
Fuente: DANE. Cálculos de Fedesarrollo.

CRECIMIENTO DEL IGBC



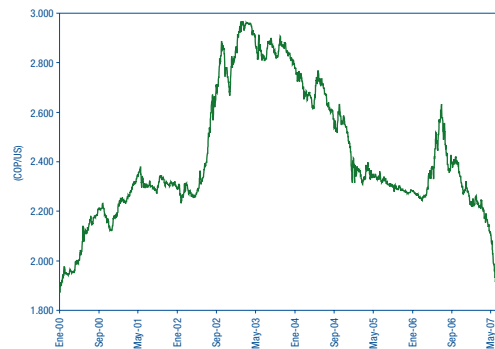
Fuente: Grupo Aval. Cálculos de Fedesarrollo.

INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN BÁSICA



Nota: la inflación sin alimentos ni transporte se construye quitándole al IPC total el componente de estos dos grupos. La inflación sin alimentos se construye de la misma manera.
Fuente: DANE. Cálculos de Fedesarrollo.

TASA DE CAMBIO REPRESENTATIVA DE MERCADO (Diaria)



Fuente: Banco de la República.

PROYECCIONES PIB COLOMBIA (Crecimiento real anual, %)

Institución	Proyección PIB (%)	
	2007	2008
Fedesarrollo	6,4	5,5
Consensus (promedio)	6,3	5,2
Más alto	6,9	5,5
Más bajo	5,5	4,5
Desviación estándar	0,4	0,3

Fuente: *Latinamerican Consensus Forecast.*