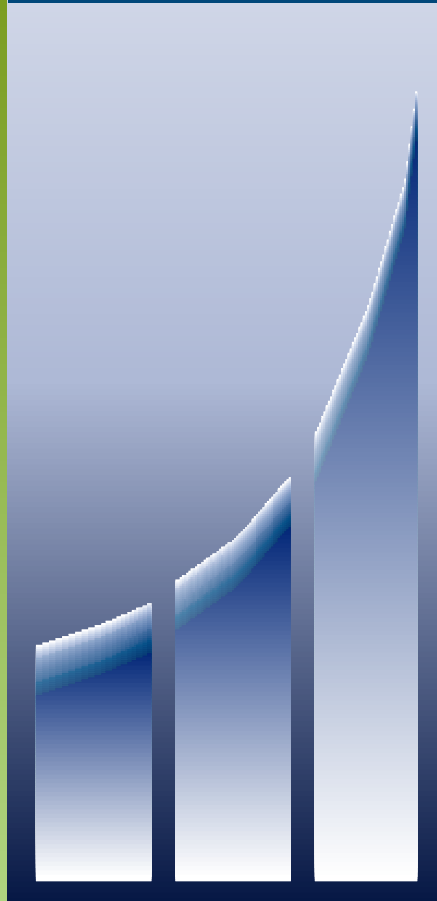


TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

53

Agosto de 2006



FEDESARROLLO

Director Ejecutivo
Mauricio Cárdenas S.

TENDENCIA ECONÓMICA

Directora
Natalia Salazar F.

Editores
Mónica Hernández F.
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: El proyecto de presupuesto y el carácter procíclico de la política fiscal

Actualidad: La cuenta corriente de la balanza de pagos en un contexto histórico y regional

Encuesta de Opinión Financiera

Encuesta de Consumo

Encuesta de Opinión Empresarial

Indicadores Económicos

ISSN 1692-035X

El proyecto de presupuesto y el carácter procíclico de la política fiscal

No cabe duda de que el segundo semestre de 2006 será bastante intenso en cuanto a la agenda legislativa se refiere. El rumbo que tome la discusión sobre temas económicos en el Congreso de la República será trascendental para el país. En estos días, además del comienzo de las discusiones sobre reforma tributaria, también se ha iniciado el debate sobre el proyecto de Ley de Presupuesto para el año 2007. En los primeros días de septiembre, el Congreso deberá aprobar el monto (o devolver el proyecto al gobierno), para luego dar comienzo a la discusión sobre su distribución. El objetivo de esta nota no es analizar cada una de las partidas del presupuesto en detalle. La intención es más bien presentar las principales cifras de la propuesta del gobierno y, a partir de ellas, plantear una discusión que creemos resulta de gran relevancia en Colombia: la del carácter procíclico de la política fiscal.

En principio, la política fiscal está llamada a jugar un importante papel estabilizador a lo largo del ciclo económico, es decir, debe adoptar una postura contraccionista cuando la economía está pasando por una época de auge o ser expansionista en los períodos de recesión. Se dice que la política fiscal es procíclica cuando sucede lo contrario. En este caso, la postura fiscal refuerza la tendencia expansionista cuando la economía está creciendo y profundiza la caída, cuando se está desacelerando, convirtiéndose así en una fuente adicional de volatilidad. Además de su efecto desestabilizador, una política fiscal procíclica puede conducir a una situación de insostenibilidad de las finanzas públicas, pues en el tiempo no se compensarían las políticas expansionistas con las contraccionistas, de manera que la deuda pública podría tomar una trayectoria insostenible.

Los estudios indican que en América Latina ha sido difícil adoptar políticas fiscales contracíclicas, lo que puede haber incidido negativamente en el crecimiento de la región. Una explicación común a este comportamiento son las restricciones de financiamiento que enfrentan los gobiernos. En efecto, en épocas difíciles, la disponibilidad de financiamiento disminuye y su costo aumenta, además del hecho que el gobierno no generó ahorros suficientes en los períodos de auge. De esta manera, se hace necesario el ajuste y no queda otra alternativa que subir los impuestos o bajar los gastos, lo cual tiene efectos sobre el crecimiento económico. Si bien aquí reside parte de la explicación, los estudios también muestran que en el camino hacia políticas fiscales contracíclicas, las instituciones también cuentan y juegan un papel fundamental. En este sentido cobra gran importancia el ejercicio presupuestal.

Antes de entrar a las cifras de presupuesto resulta útil mirar cómo se ha comportado el déficit fiscal en tiempos recientes. En 2005, gracias al crecimiento de los recaudos tributarios, los menores gastos de deuda externa, los altos precios del

PATROCINADORES:



**Titularizadora
Colombiana**
UNA CASA PARA TODOS

petróleo y los positivos resultados financieros en algunas instancias y entidades del sector público, las finanzas públicas, en el consolidado, registraron un equilibrio. En 2006, se han mantenido las buenas condiciones económicas y, por segundo año consecutivo, la economía crecerá a tasas cercanas a 5%. Pero, de acuerdo con la última revisión del Plan Financiero, el déficit fiscal aumentará de 0% a 1,5% del PIB entre 2005 y 2006, principalmente porque se estima que el déficit del GNC pasará de 4,8% a 5% y que el superávit del sector descentralizado disminuirá de 4,4% a 3,3% del PIB.

El año 2007 no será muy diferente. Recientemente, el Ministerio de Hacienda también dio a conocer el Marco Fiscal de Mediano Plazo en el cual se presenta la meta de déficit para 2007, la trayectoria futura de la deuda pública y la consistencia de sus proyecciones macroeconómicas para los próximos 10 años. En este ejercicio, el gobierno contempla una meta de déficit consolidado de 1,7% del PIB para 2007 (5,0% para el GNC). En sus proyecciones de mediano plazo, el superávit primario bajaría de 3,1% del PIB en 2006 a 2,6% del PIB en 2007 y a 2,1% del PIB, en promedio, entre 2008 y 2015. Este escenario, que supone el paso exitoso de las reformas en el Congreso, especialmente en el sentido que se mantiene el régimen actual de transferencias, permitiría al gobierno lograr el objetivo de llevar la deuda a 30% del PIB en 2015.

Consistente con esta meta, en el proyecto de presupuesto para 2007, el Gobierno ha contemplado un monto de \$117,6 billones, que es mayor en \$11,9 billones a la cifra aprobada para 2006 y representa un incremento de 11,3% en términos nominales (cerca de 6,5% en términos reales). Si bien el aumento resulta más bajo que el de 2006 (13% nominal), también es superior a la mayoría de proyecciones de crecimiento económico que se conocen para el siguiente año. En efecto, de acuerdo con los cálculos del propio Gobierno, el presupuesto pasa de 34% en 2006 a 35,1% en 2007. Al respecto, el gobierno ha argumentado que hay dos rubros relacionados con gasto social que hacen que la cifra de crecimiento del presupuesto aparezca más alta: 1) la incorporación “explícita”, por primera vez, del mayor gasto que significan los subsidios a los combustibles para las finanzas públicas (\$2,9 billones) y 2) la compensación de IVA a los estratos I y II que se prevé en el proyecto de reforma tributaria (\$1,2 billones).

No obstante, en el esfuerzo hacia un mayor ajuste fiscal, el Gobierno ha enfrentado numerosos obstáculos. En particular, una proporción importante de los gastos está comprometida y protegida por normas de carácter constitucional o legal. Esto, sin duda, ha sido uno de los principales impedimentos para la adopción de una política fiscal contracíclica. En efecto, dentro del presupuesto con recursos propios de la Nación, el cual equivale a \$110,1 billones, se contemplan ingresos tributarios por \$52,7 billones de pesos. De estos, el 93,5% ya están comprometidos en sólo tres rubros: \$17,6 billones en transferencias territoriales, \$16,6 billones en pensiones y \$15,1 en intereses de deuda. Si a estos se adiciona lo correspondiente a amortizaciones de deuda, no es difícil deducir que sólo quedan entre \$30 y \$40 billones del presupuesto que permiten cierta flexibilidad en su

asignación (tanto para funcionamiento como para inversión). La pregunta que surge es si este porcentaje flexible debería tener un comportamiento contracíclico.

Al respecto, vale la pena resaltar que para el próximo año el gobierno propone un incremento importante en el rubro de inversión. De hecho, este componente presenta un crecimiento de 41% nominal, sensiblemente mayor al propuesto en los gastos de funcionamiento (8,1%) y en el servicio de la deuda (1,4%). El rubro de “resto de inversión”, que es la porción “flexible”, se incrementará en 25,4% en 2007. A este crecimiento contribuyen de manera importante los aumentos de la inversión en el sector de Protección Social en 4 puntos porcentuales (con destino al Fosyga primordialmente), 3,9 puntos al sector de agricultura (para inversiones en el programa de Agro Seguro, distritos de riego y Fondo de Comercialización), 3,5 en Interior y Justicia (cárceles), 3,3 puntos para el sector de infraestructura (Plan 2.500 Km, mantenimiento vial y SITM), 2,4 puntos en el sector de minas (subsidios eléctricos y gas) y 1,9 puntos en medio ambiente y vivienda (subsidios de vivienda).

Sin desconocer el lado positivo del incremento del presupuesto de inversión que ha presentado el Gobierno, éste también evidencia el carácter procíclico del presupuesto. El comportamiento de los últimos años sugiere que la inversión pública es la variable de ajuste. Es decir, cuando hay recursos ésta puede aumentar, pero cuando vienen las épocas difíciles, la inversión es uno de los primeros rubros que sufre recortes importantes. Las cifras del proyecto indican que el incremento en el gasto de inversión se posibilita principalmente por “el crecimiento controlado” del servicio de la deuda, más que por un ajuste en los gastos de funcionamiento. Estos, como porcentaje del PIB, se mantienen estables, lo que en otras palabras sugiere que crecerán en términos reales al mismo ritmo que la economía. El incremento en la inversión no parece, por lo tanto, responder a un análisis del retorno social del gasto de funcionamiento versus el de la inversión pública, sino a una “mayor capacidad de gasto” proveniente del buen comportamiento económico (y de los ingresos tributarios) y de variables como el precio del petróleo y la tasa de cambio. Cabe entonces preguntarse qué tan estable y sostenible puede ser ésta recuperación en el gasto de inversión dentro del presupuesto.

En resumen, sin desconocer los esfuerzos hechos en materia fiscal en los últimos años, no cabe duda de que todavía queda un duro camino por recorrer. En especial, resulta indispensable reducir la rigidez del ejercicio presupuestal y permitir una política fiscal contracíclica, lo cual además abonaría el camino hacia la sostenibilidad. Un estudio reciente de Fedesarrollo muestra que, en efecto, la política fiscal en Colombia ha sido procíclica. Si bien podría inferirse que 2005 fue un año en el cual ésta jugó un papel estabilizador, falta ver si 2006 y 2007 actuarían en sentido contrario. Los remedios a las inflexibilidades del presupuesto no sólo comprometen al Gobierno, sino también al Congreso de la República, a la Corte Constitucional y, en general, a toda la sociedad colombiana. La solución a los problemas estructurales de las finanzas públicas y la reducción del déficit del GNC siguen siendo una prioridad para la situación económica del país.

La cuenta corriente de la balanza de pagos en un contexto histórico y regional

El proceso de recuperación económica de los países latinoamericanos ha permitido a la región mantener tasas de inflación relativamente estables (el promedio latinoamericano se situó en 5,6% en 2005) y consolidar su crecimiento económico alrededor de 4,2% en el mismo año. Además, la percepción de riesgo de los inversionistas internacionales ha mejorado, lo que ha incrementado el ahorro externo hacia América Latina. Aunque los resultados también son bastante positivos para Colombia, la actual coyuntura constituye un momento propicio para identificar posibles vulnerabilidades externas que enfrenta la economía. Por ello, consideramos interesante dedicar este análisis de actualidad a la situación externa de la economía colombiana, tanto en comparación con otros períodos de buen crecimiento económico, como en relación con otros países latinoamericanos, algunas de sus posibles vulnerabilidades y los retos hacia el futuro.

Actualmente el ahorro externo financia más inversión que consumo

Uno de los principales indicadores de desempeño externo es el balance en la cuenta corriente. La cuenta corriente refleja las necesidades de financiamiento externo de una economía, ya que un balance negativo (déficit) señala que los ingresos que ésta genera no son suficientes para respaldar su gasto. Con esto no se quiere decir que necesariamente un déficit en cuenta corriente es inconveniente o que un superávit es deseable. En efecto, el ahorro externo es un complemento del ahorro doméstico, por lo que puede contribuir al crecimiento económico. Todo depende de qué tipo de gastos se están financiando con los recursos que vienen del exterior. Un déficit de cuenta corriente que financia una mayor inversión es favorable, pues genera factores productivos que permiten mayor crecimiento y desarrollo. Por el contrario, un déficit de cuenta corriente destinado a financiar el exceso de consumo público y privado puede ser preocupante.

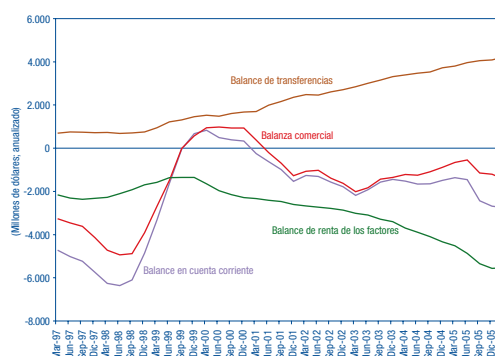
Históricamente, Colombia se ha caracterizado por mantener una posición deficitaria con respecto al resto de mundo (Gráfico 1). Sin embargo, en la actualidad los niveles del déficit son sustancialmente menores que en la segunda mitad de los noventa. Mientras que el balance de cuenta corriente llegó a representar -6% del PIB en el segundo trimestre de 1998, en los últimos años se ha limitado a -2,2% del PIB (primer trimestre de 2006). Además, mientras que el déficit de cuenta corriente de finales de los años noventa se destinó a respaldar el auge del consumo privado, el ahorro externo actual está más relacionado con la mayor inversión privada.

El Gráfico 1 ilustra elocuentemente este punto. La profundización del déficit de cuenta corriente de mediados de la década

pasada tuvo su origen en el mayor déficit de balanza comercial, gracias al creciente consumo de bienes importados. Recientemente, la tendencia de la cuenta corriente se ha separado de la tendencia de la balanza comercial y ha seguido más de cerca el comportamiento del pago de renta de factores productivos, lo que ha llevado a un leve incremento del déficit en cuenta corriente. Este comportamiento está directamente relacionado con la mayor dinámica de los pagos de utilidades y dividendos, gracias a los crecientes flujos de inversión extranjera directa (IED) de los últimos años. Los sectores petrolero, servicios, manufacturero y minero (diferente a petróleo) han atraído grandes sumas de capital foráneo de largo plazo (Gráfico 2), que como cualquier otra inversión, buscan un retorno por las inversiones realizadas.

Teniendo en cuenta las perspectivas de IED que trae consigo el Tratado de Libre Comercio (TLC) y la magnitud de las inversiones

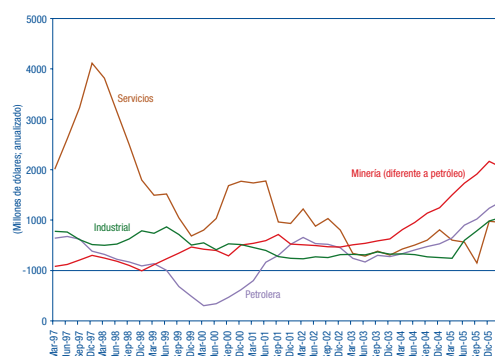
Gráfico 1
CUENTA CORRIENTE DE COLOMBIA Y SUS COMPONENTES



Nota: el valor de cada trimestre está anualizado, es decir, corresponde al valor acumulado de los últimos cuatro trimestres.

Fuente: Banco de la República de Colombia. Cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 2
INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA SECTORIAL EN COLOMBIA



Nota: el valor de cada trimestre está anualizado, es decir, corresponde al valor acumulado de los últimos cuatro trimestres.

Fuente: Banco de la República de Colombia. Cálculos de Fedesarrollo.

externas recientes, tales como la compra de Bavaria (US\$2.100 millones), la ampliación de la Refinería de Cartagena (US\$630,7 millones), y otras ya anunciadas (búsqueda de socios estratégicos para Ola y Ecopetrol y venta de Bancafé y Ecogas), lo más probable es que la remisión de dividendos aumente durante los próximos años. Esto, si bien es positivo, sugiere que el déficit en cuenta corriente podrá aumentar en el futuro cercano. De acuerdo a las proyecciones de Fedesarrollo, el pago de utilidades se mantendrá al alza el resto de la década, alrededor de 2,6% del PIB, acorde con los factores ya mencionados.

Con todo, se espera que el déficit de cuenta corriente se mantenga en niveles relativamente estables en los próximos años, entre 2,5% y 3% del PIB. En la medida en que esté disponible la financiación externa, y que el déficit no se profundice drásticamente, la tendencia del ahorro externo será favorable para la economía.

Otros indicadores de vulnerabilidad externa confirman que el déficit de cuenta corriente actual es más sano que en la década pasada. De acuerdo con el Ministerio de Hacienda (2006)¹, el superávit en cuenta corriente (sin incluir los pagos por renta de los factores) que permitiría estabilizar la deuda externa neta colombiana, está alrededor de 0,8% del PIB. Los cálculos indican que desde 1999 la cuenta corriente colombiana (descontando los pagos de renta de los factores) se mantiene por encima de este nivel "óptimo", lo cual es una señal de que nuestra situación respecto al resto del mundo es adecuada. Por otro lado, de acuerdo con el Banco de la República (2006)² un indicador de vulnerabilidad externa es el grado de apertura económica, definido como la suma de importaciones y exportaciones como porcentaje del PIB. En 2005 el grado de apertura de Colombia alcanzó en promedio 43% del PIB, frente a un 36% del PIB en la década anterior.

No hay que perder de vista el déficit fiscal y la balanza comercial

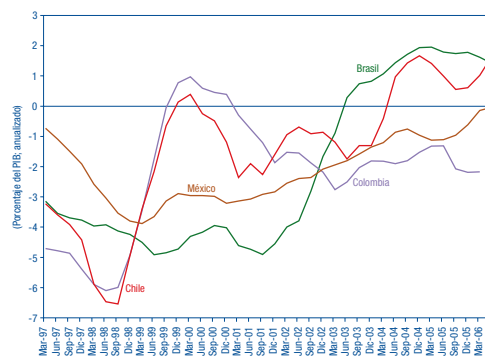
Si bien estas noticias son positivas para la economía, es necesario hacer hincapié sobre las debilidades estructurales que subsisten en el balance macroeconómico colombiano. La primera de ellas es la situación de las finanzas públicas. Como se menciona en el Editorial, los problemas de las finanzas públicas están lejos de haberse solucionado, por lo que las reformas estructurales resultan necesarias. ¿Por qué? Porque la economía no está completamente libre de riesgos y aunque hoy no se avizora un freno o reversión de los flujos de capitales externos, en el caso

de que ocurriera, la economía tendría que ajustarse. Si el sector público no lo hace, este ajuste recaerá sobre el sector privado, con graves consecuencias sobre el crecimiento económico. Esta situación ya la vivió el país en 1998-1999.

La segunda debilidad la constituye la tendencia del comercio externo colombiano relativa a sus pares latinoamericanos. Al comparar la evolución de la cuenta corriente colombiana con las economías más grandes de la región (Gráfico 3), inquieta el que mientras países como México, Brasil y Chile han logrado equilibrios y superávit de cuenta corriente, Colombia ha mantenido e incluso profundizado ligeramente el déficit. Esto es aún más preocupante si se tiene en cuenta que estos países también han visto profundizar su pago por renta de factores productivos. Los balances positivos en esta cuenta los hace menos vulnerables a choques externos y más atractivos a la inversión internacional, ya que una economía con un nivel de ahorro externo positivo tiene mayor capacidad de respuesta ante una eventual desaceleración o reversión de los flujos de capitales.

Al observar la composición de la cuenta corriente de nuestros vecinos es posible notar que en el caso de Chile y Brasil este superávit se ha generado en la balanza comercial y en el caso de México, en la cuenta de transferencias del exterior. De forma coherente, nuestro indicador de apertura externa (que como se mencionó con anterioridad se ubica en 43%) es mayor que el de Brasil (25%), pero aún se encuentra muy alejado de otros países con una mayor vocación exportadora, como Chile (57%) o México (55%). Los factores que han permitido este comportamiento han sido diversos, pero han estado directamente relacionados con el grado de apertura al resto del mundo. Como se observa en el Gráfico 4, en períodos de buen desempeño de la economía mundial, países como México y Chile han podido beneficiarse tanto de aumentos en el volumen como en el precio de las exportaciones de bienes tradicionales y no tradicionales.

Gráfico 3
SALDO EN CUENTA CORRIENTE EN PAÍSES DE AMÉRICA LATINA



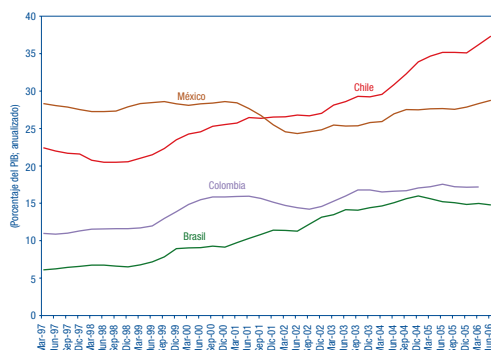
Nota: el valor de cada trimestre está anualizado, es decir, corresponde al valor acumulado de los últimos cuatro trimestres.

Fuente: Banco de México, Banco Central de Chile, Banco Central de Brasil, Banco de la República de Colombia, Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática de México (INEGI). Cálculos de Fedesarrollo.

¹ Ministerio de Hacienda (2006) "Colombia is on the way to sustainable 5% growth: How Vulnerable is the recent recovery?", Mimeo, abril.

² Informe de la Junta Directiva del Banco de la República al Congreso de la República, julio 2006.

Gráfico 4
EXPORTACIONES DE BIENES EN PAÍSES DE AMÉRICA LATINA

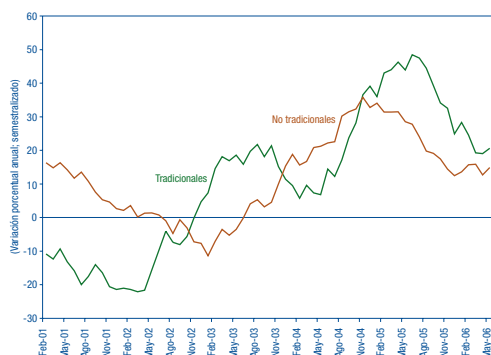


Nota: el valor de cada trimestre está anualizado, es decir, corresponde al valor acumulado de los últimos cuatro trimestres.

Fuente: Banco de México, Banco Central de Chile, Banco Central de Brasil, Banco de la República de Colombia, Instituto Nacional de Estadística, Geografía e Informática de México (INEGI). Cálculos de Fedesarrollo.

Por el contrario, Colombia se ha quedado corta, específicamente en dos sentidos. Primero, cuando se analiza la tendencia de las exportaciones no tradicionales. Como se observa en el Gráfico 5, después de un sostenido período de aceleración, a partir de 2005 las exportaciones no tradicionales redujeron significativamente su crecimiento. Si bien esta tendencia se ha frenado en los últimos meses, es necesario implementar políticas internas y externas encaminadas a dinamizarlas. En este sentido, todos los esfuerzos que se hagan para consolidar el TLC son absolutamente necesarios. Aunque el tratado no aumentará inmediatamente las exportaciones colombianas, el país podrá dinamizar su sector externo en el mediano y largo plazo si sabemos aprovechar esta gran oportunidad. Pero Colombia deberá ir más allá de la firma del TLC con nuestro principal socio comercial y buscar nuevos acuerdos comerciales con otros países y regiones del mundo que garanticen un sector externo sólido.

Gráfico 5
CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES COLOMBIANAS

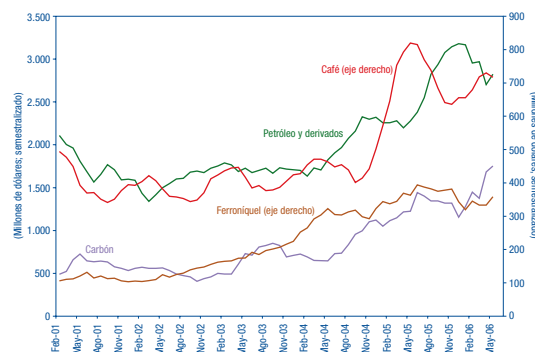


Nota: el valor de cada mes está semestralizado, es decir, corresponde al valor acumulado de los últimos seis meses.

Fuente: Banco de la República de Colombia. Cálculos de Fedesarrollo.

Segundo, pero no menos importante, es el aprovechamiento del auge de los precios de los productos de exportación tradicionales, especialmente del sector petrolero, el cual tiene una alta participación en el total de las ventas externas colombianas (26% en promedio entre el primer trimestre de 2003 y el primer trimestre de 2006). En particular, durante los últimos meses, las exportaciones de petróleo y derivados se han desacelerado, a pesar del gran aumento de los precios internacionales, lo que indica que los volúmenes de exportación no sólo no han respondido a los altos precios, sino que se han reducido (Gráfico 6). Una situación similar presenta el ferroníquel, cuyo valor de las exportaciones ha crecido pero en menor proporción al aumento de los precios del producto. En este sentido, el Plan Maestro de la Refinería de Cartagena y la venta del 20% de Ecopetrol recientemente anunciada, constituyen un panorama positivo para el aprovechamiento de los recursos petroleros colombianos.

Gráfico 6
EXPORTACIONES TRADICIONALES COLOMBIANAS



Nota: el valor de cada mes está semestralizado, es decir, corresponde al valor acumulado de los últimos seis meses.

Fuente: Banco de la República de Colombia. Cálculos de Fedesarrollo.

En conclusión, la composición del financiamiento externo es en la actualidad mejor que hace unos años. Hoy el déficit de cuenta corriente presenta niveles más bajos y en los últimos años la inversión extranjera ha ganado importancia. Sin embargo, no cabe duda de que también hay que cuidar el otro lado de la ecuación, es decir, el exceso de gasto, de manera que no se incremente a niveles insostenibles. Por el momento, no hay indicios de que el ahorro externo esté destinándose a consumo interno mayoritariamente, pero dado el dinamismo de este último sería conveniente evaluar hasta qué punto puede resultar excesivo. Al respecto, vale la pena anotar que la reactivación y el buen desempeño registrado por el sector privado son muy alentadores. Ello enfatiza la necesidad de que el sector público juegue un papel estabilizador. En este sentido, todas las medidas que conduzcan hacia el ajuste fiscal y la sostenibilidad de la deuda pública resultan inaplazables.

Los administradores de portafolio esperan que el spread disminuya

Entre el 1 de mayo y el 14 de julio de este año el spread de la deuda colombiana aumentó de 152pb a 260pb. Desde entonces ha mostrado una ligera reducción (hasta 183 pb el 14 de agosto). Los resultados de la Encuesta de Opinión Financiera de julio realizados por la Bolsa de Valores de Colombia y Fedesarrollo, muestran que las expectativas de los administradores de portafolio apuntan a que el mercado de deuda soberana se mantendrá calmado. Así, en julio, sólo el 13% neto de los encuestados señaló que el spread de la deuda colombiana aumentará en los próximos seis meses. Esto, como resultado de que el 39% respondiera que cree que el spread va a aumentar, el 26% que va a disminuir, y el 34% restante que se mantendrá estable. En junio de 2005 el balance registrado a esta pregunta fue de 48% (Gráfico 1).

En los últimos meses se ha venido observando un incremento en las expectativas de inflación por parte de los administradores de portafolio. En julio, un 68 % neto de los administradores manifestó tener expectativas de que la inflación va a aumentar en los próximos 6 meses. Este balance resulta del hecho que el 76% de los administradores de portafolio esperaba un aumento en la inflación en los siguientes meses, mientras que el 8% preveía lo contrario y el restante 16% que se mantendría estable. Resulta importante resaltar esta variación en el balance sobre las expectativas de inflación, dado que en junio el 43% neto percibía aumentos en dicho indicador.

Consistente con lo anterior, en julio, la mayoría de los agentes entrevistados seguía esperando que la autoridad monetaria aumentara sus tasas de interés. Si bien el porcentaje neto disminuyó (de 93% en junio a 71% en julio) su nivel se mantuvo alto. La reducción del balance a esta pregunta pudo obedecer al comportamiento puntual de la variación anual del IPC, que alcanzó 3,9%, el registro más bajo desde 1956. Además, vale la pena recordar que, en los últimos días de julio, la Junta Directiva del Banco de la República decidió mantener inalteradas las tasas. Sin embargo, el dato de inflación a finales de julio y sus análisis internos lo llevarían a incrementarlas en agosto 18 en 25 puntos básicos para dejarla en 6,5% (Cuadro 1).

Los títulos atados a la DTF son la principal opción para invertir

Las alzas en la tasa de referencia del Banco de la República y el efecto esperado sobre las tasas del mercado han incrementado la preferencia de los inversionistas por títulos indexados a la DTF. De hecho, el 63% neto de los administradores espera incrementar su posición en estos títulos. Este porcentaje es mayor al registrado en junio, cuando se obtuvo un dato de 32% neto. Si bien el apetito por estos papeles disminuyó en julio, éste se mantiene en niveles altos en relación con los demás títulos del mercado. Así, frente a un registro de 45% obtenido en el mes anterior, en julio, un 40% neto expresaron su preferencia por estos papeles. Este balance resulta del hecho que el 53% de los administradores manifestó que aumentarían su posición en dichos títulos y 13% manifestó lo contrario (Gráfico 2). La mayor preferencia por papeles atados a la DTF frente a los TES de corto plazo, llevaron a que en julio, el Índice de Activo preferido para los TES de corto plazo mostrara una reducción notable.

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

	Julio (%)	Junio (%)	Cambio (puntos)
Tasa de interés BanRep	71	93	-22
Inflación	68	43	25
Tasa de cambio*	21	10	11
Spread	13	48	-35
Crecimiento económico	3	-5	8

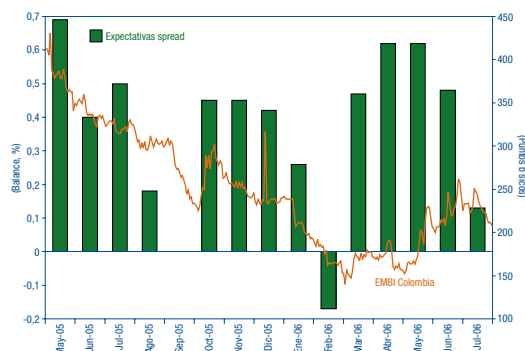
El balance representa la diferencia entre el porcentaje de respuestas positivas y el de respuestas negativas.

(+): Aumentará; *Depreciación

(-): Disminuirá; *Apreciación

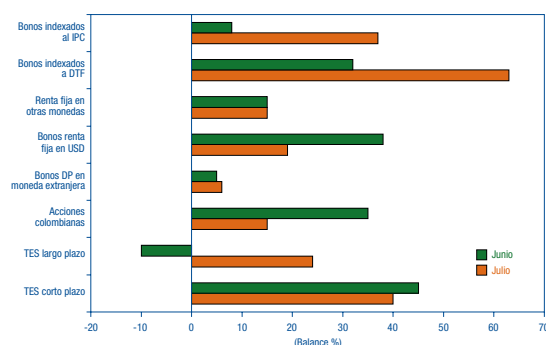
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC-Fedesarrollo.

Gráfico 1
EMBI Y EXPECTATIVAS DEL COMPORTAMIENTO DEL
SPREAD DE LA DEUDA



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo y Grupo AVAL.

Gráfico 2
EXPECTATIVAS DE INVERSIÓN PARA EL PRÓXIMO MES



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo.

La confianza del consumidor presenta un leve retroceso

El Índice de Confianza del Consumidor (ICC) construido a partir de los resultados de la Encuesta de Confianza del Consumidor de Fedesarrollo presentó en julio un registro de 29,8 puntos, nivel inferior al 34,3 obtenido en junio. Sin embargo, comparado con el mismo mes del año anterior, el ICC ha subido de manera considerable, ya que en esa fecha el índice registró 21,5 puntos. Esto implica un aumento anual de 7,9 que sugiere que la confianza de los consumidores se mantiene en niveles altos.

En cuanto al Índice de Condiciones Económicas (ICE), el registro obtenido en julio fue de 29,3 puntos, que si bien es menor al de junio (34,8 puntos) mostró un incremento anual de 2,4 puntos. Finalmente el Índice de Expectativas del Consumidor (IEC), alcanzó 30,5 puntos, presentando en julio un retroceso de 3,1 puntos, con respecto al mes inmediatamente anterior. A pesar de esto, con respecto al resultado de julio de 2005, se refleja un incremento de 16,6 puntos.

De esta manera, los tres índices que se construyen a partir de la Encuesta sugieren dos cosas. En primer lugar, algunos hechos puntuales pudieron haber afectado la confianza de los consumidores en julio, pero es preciso esperar observaciones adicionales para verificar si la tendencia es hacia niveles de confianza más moderados. En segundo lugar, a pesar de del retroceso de julio, los aumentos anuales siguen siendo elevados, confirmando que frente a 2005 la confianza de los consumidores ésta en niveles altos (Gráfico 1).

Aumenta la disposición para la compra de automóviles

En julio, el 51,69% de los hogares encuestados consideró que es un buen momento para comprar carro y el 44,26% lo contrario. De esta manera, el balance de esta pregunta se ubicó en 7,4%, cifra superior a la obtenida en el mes inmediatamente anterior cuando se registró un balance de -2%. El resultado de julio de 2006 también resulta más alto frente al registro del mismo mes de 2005, puesto que en tal fecha el balance de esta respuesta fue -10,4%. Este hecho puede estar reflejando el efecto de los favorables precios domésticos de estos bienes, debido al comportamiento de la tasa de cambio, así como la mayor disponibilidad y el menor costo del crédito de consumo. Como lo muestra el Gráfico 2, el aumento en la disposición para la compra de vehículos es consistente con la evolución de las ventas durante 2006.

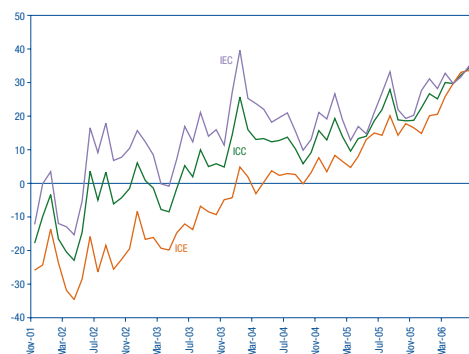
Así mismo, los hogares manifiestan una buena disposición para la compra de bienes durables. Este comportamiento se ha reflejado en el crecimiento de las ventas del comercio al por menor que en lo corrido del año hasta junio aumentaron 12,52%. Además, más de la mitad de los grupos de mercancías mejoraron sus ventas reales respecto a junio de 2005. Según el DANE, los sectores con mayor dinamismo en las ventas en junio de 2006 fueron: muebles y equipo para oficina, vehículos automotores y motocicletas y, muebles y electrodomésticos (Gráfico 3).

Cuadro 1
RESUMEN DE RESULTADOS
ENCUESTA DE CONSUMO

	Julio 2006	Junio 2006	Cambio mensual	Cambio anual
ICC	29,8	34,3	-4,5	7,9
IEC	29,3	34,8	-5,5	2,4
ICE	30,5	33,6	-3,1	16,2

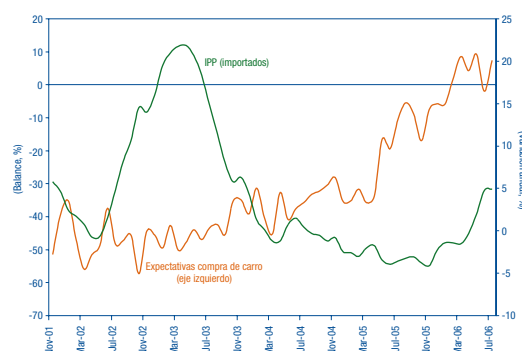
Fuente: Encuesta de Consumo de Fedesarrollo-Invamer.

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR,
ÍNDICE DE EXPECTATIVAS DEL CONSUMIDOR
E ÍNDICE DE CONDICIONES ECONÓMICAS



Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Invamer.

Gráfico 2
EXPECTATIVAS DE COMPRA DE VEHÍCULOS Y PRECIOS DE LOS
BIENES IMPORTADOS



Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Invamer. Banco de la República.

La capacidad de ahorro de los hogares muestra una tendencia a la recuperación

Si bien la cantidad de hogares que no logra ahorrar una proporción de sus ingresos es mayor que aquellos que sí logra hacerlo, en los últimos meses se ha observado una considerable reducción en el balance a esta pregunta. De hecho, en julio, el 32,6% manifestó que con el ingreso que recibían les alcanzaba para ahorrar y el 67,4% que no les alcanzaba. De esta manera el balance se sitúa en -34,7%. Al comparar esta cifra con la del mismo mes de 2005, cuando el balance fue de -45,9%, la de este año es menor y muestra una tendencia a la recuperación en la capacidad de ahorro de los hogares (Gráfico 4).

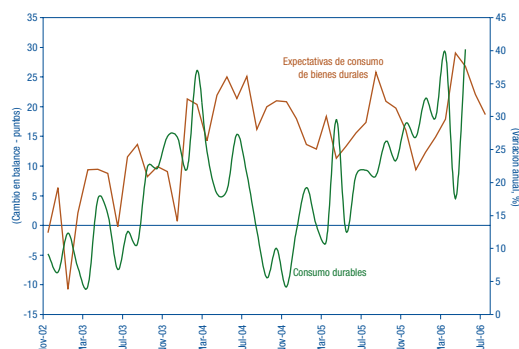
Los hogares perciben que los préstamos se encarecerán

El comportamiento de la inflación y los recientes incrementos en las tasas de interés por parte de la autoridad monetaria han provocado que los hogares esperen un aumento en los costos del crédito en los próximos meses. En julio, a la pregunta si consideraba que en los próximos doce meses los intereses de los préstamos subirán o bajarán, el 50,7 % de los hogares afirmó lo primero y el 14% lo segundo. De esta manera, el balance de esta pregunta se ubica en 36,8%, porcentaje mayor al registrado en junio cuando se obtuvo un balance de 22,8%. Adicionalmente, a la pregunta sobre si el hogar ha solicitado algún crédito a una entidad financiera, el 32,4% respondió afirmativamente mientras que el 67,7% afirmó lo contrario. En junio el 35,6% de los hogares encuestados expresó que habían solicitado un préstamo formal y el 65,5% afirmó no haberlo hecho (Gráfico 5). Por ahora, las cifras indican que el crédito de consumo sigue bastante dinámico y todavía no se refleja una tendencia al alza en las tasas de interés del mercado.

Los niveles de confianza por ciudades se mantienen altos

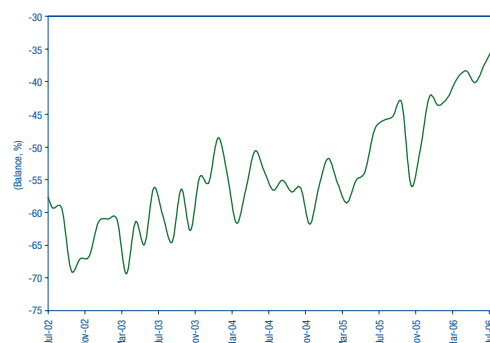
Para julio, la ciudad que mostró un mayor nivel de confianza fue Cali. El ICC en esa ciudad alcanzó un registro de 33,1 puntos, con un incremento anual de 5,5 puntos respecto al mismo mes del año anterior. En Medellín y Bogotá, el registro observado fue 31,9 y 31,3, respectivamente. En estas ciudades también se presentaron incrementos anuales significativos de 18,2 y 10,2 puntos. En Barranquilla, se observa un menor nivel para el ICC, además de que esa ciudad fue la única que presentó un retroceso frente al año anterior (4,8 puntos). Así, el registro en julio se ubica en 24,7 puntos.

Gráfico 3
COMPONENTES DE BIENES DURABLES DEL ICPM Y DISPOSICIÓN PARA LA COMPRA DE BIENES DURABLES



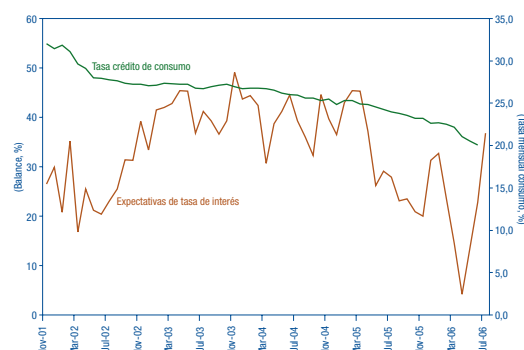
Fuente: Encuesta de Consumo de Fedesarrollo - Invamer. DANE.

Gráfico 4
¿EN LA ACTUALIDAD SUS INGRESOS LE ALCANZAN PARA AHORRAR?



Fuente: Encuesta de Consumo de Fedesarrollo - Invamer.

Gráfico 5
EXPECTATIVAS DE TASA DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS Y TASA DE CRÉDITO DE CONSUMO



Fuente: Encuesta de Consumo de Fedesarrollo - Invamer. DANE.

La confianza industrial sigue creciendo

Los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo a julio muestran que la confianza de los industriales continúa creciendo. La tendencia que ha registrado el índice en lo corrido de 2006 refleja el buen momento por el que atraviesa el sector. Así, en julio el Índice de Confianza Industrial (ICI) alcanzó un registro de 16 puntos, con un incremento de 16 puntos respecto a julio de 2005 (Gráfico 1). En cuanto a los componentes del ICI, el balance del volumen actual de pedidos fue 0. A dicha pregunta el 20% de los industriales respondió que su nivel de pedidos es alto, frente a 20% que señaló que es bajo. El 60% restante percibe que éste es normal. Por su parte, la percepción sobre el nivel de existencias es favorable. En efecto, mientras el 80% de los industriales respondió que su nivel de existencias es normal, el 9% manifestó que es elevado y el 12% que era bajo. De esta manera, el balance a dicha pregunta registró -3% en julio, consolidándose la tendencia decreciente que ha venido mostrando en los últimos meses (Gráfico 2).

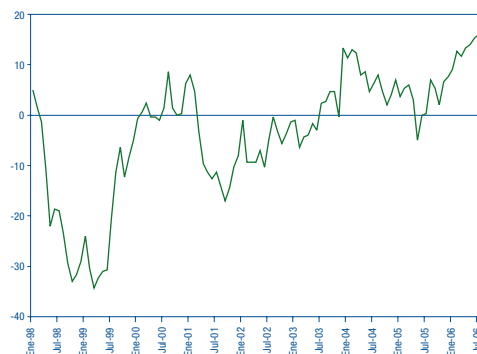
Por su parte, el Índice de Confianza Comercial (ICCO) presentó un nuevo incremento en julio, lo cual también sugiere niveles favorables en la confianza de los comerciantes y es consistente con el buen desempeño de las ventas minoristas y con el dinamismo del consumo de los hogares. El ICCO alcanzó un registro de 33 puntos en julio, reflejando un aumento de 8 puntos con respecto al mismo mes de 2005. En el mismo sentido, el 42% de los comerciantes encuestados considera que la demanda actual por sus productos es buena, 54% que es aceptable y sólo el 4% señala que es mala, arrojando un balance de 38%. Este porcentaje es superior al de julio de 2005, cuando alcanzó 35% (Gráfico 3).

Aumenta el número de empresarios que percibe que la capacidad instalada puede resultar insuficiente

La EOE de Fedesarrollo incluye una pregunta que relaciona la capacidad instalada de las empresas con la demanda esperada para los próximos meses. En ésta se pregunta a los industriales si su capacidad instalada es más que suficiente, suficiente o insuficiente frente al nivel de pedidos esperado en los siguientes meses. Al respecto, en julio de 2006, el 22% de los industriales manifestó que ésta es más que suficiente, 65% que es suficiente y el restante 13% que es insuficiente.

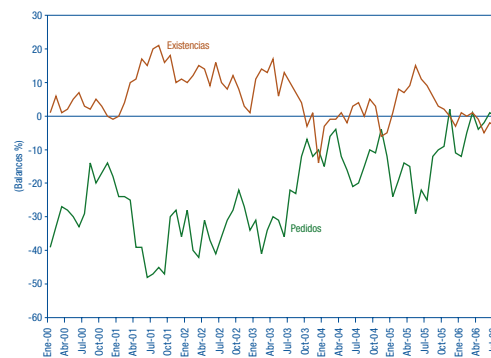
Esto contrasta con las respuestas de hace un año cuando el 32% consideró que su capacidad instalada era más que suficiente, el 61%, suficiente y el 6%, insuficiente. Esto sugiere una reducción en el balance de la pregunta, el cual pasó de 25% en julio de 2005 a 9% en julio de 2006. Al analizar el resultado para cada uno de los sectores que componen la encuesta, se infiere que se trata de un comportamiento común. Sólo unos pocos sectores señalan, o bien que todavía se sientan cómodos con su capacidad, o bien que la han venido ampliando en los últimos meses (Gráfico 4).

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL



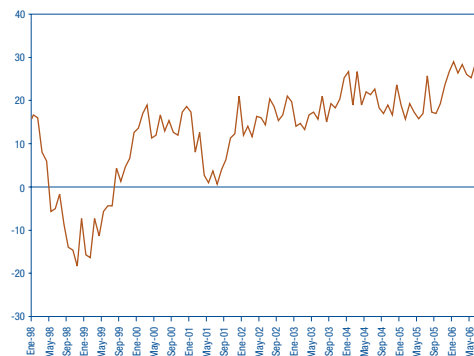
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (E.O.E.) de Fedesarrollo.

Gráfico 2
COMPONENTES DEL ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL



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

Gráfico 3
ÍNDICE DE CONFIANZA COMERCIAL



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

En junio de 2006, los industriales manifestaron tener intención de aumentar la demanda por trabajo

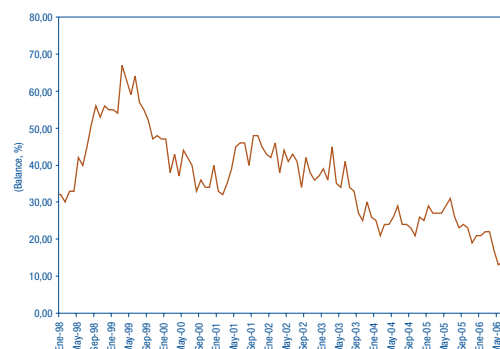
Cada tres meses la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo incluye un módulo especial sobre el empleo. Dicho módulo, que se aplica desde 1981, se realiza durante los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre. Los resultados de junio de 2006 sugieren que, frente a la pregunta que indaga acerca de las expectativas sobre el número de personas que las empresas contratarían en los próximos tres meses, el 20% respondió que lo aumentará, el 76% que no lo modificará y el 3% que lo reducirá. De esta manera, el balance a la pregunta es de 17%, mientras que hace un año, éste fue de 2%. Así, el cambio anual del balance (15%) es consistente con la caída en la tasa de desempleo en los últimos meses. Para junio de 2006 ésta se ubicó en 10,1% para el total nacional.

La actividad exportadora parece recuperarse

Trimestralmente desde enero de 1996 la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo indaga sobre el comportamiento de las exportaciones y los obstáculos que enfrentan las empresas para mantenerse competitivas en el mercado internacional. En julio de 2006, el 48% de empresas exportadoras manifestó que el valor exportado en dólares aumentó durante el segundo trimestre de 2006, mientras que el 19% expresó lo contrario. El restante 33% señaló que se mantuvo igual. Al comparar estos resultados con los registrados hace un año, se evidencia que cada vez más empresarios perciben un mayor dinamismo en sus ventas externas. Como se muestra en el Gráfico 5, la tendencia durante el último año ha sido creciente. Así mismo, en cuanto al nivel de los pedidos de exportación, el 53% de los empresarios encuestados afirmó que para el segundo trimestre aumentaron, el 29% que se mantuvieron iguales y el 18% que disminuyeron.

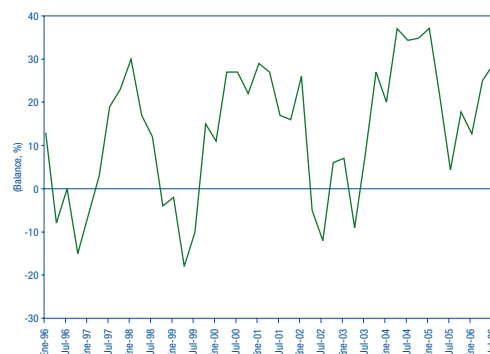
En cuanto a las expectativas sobre la evolución de la actividad exportadora, los resultados de julio muestran una leve mejoría frente al año anterior. Mientras en julio de 2005 el 35% de los empresarios esperaba que sus exportaciones aumentarían durante el siguiente trimestre y el 20% que disminuirían, las cifras para este año indican que el 38% prevé un incremento en las exportaciones durante el próximo trimestre y sólo el 8% percibe lo contrario. Así, el balance pasó de 15% a 30% julio de 2005 y el tercer julio de 2006.

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

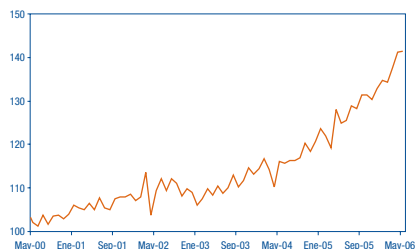


Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (E.O.E.) de Fedesarrollo.

Gráfico 5
VALOR EXPORTADO EN DÓLARES



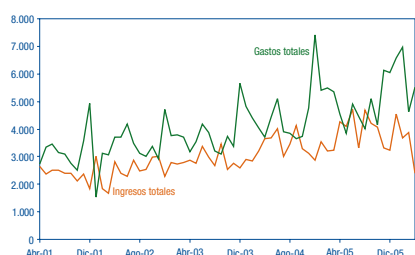
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (E.O.E.) de Fedesarrollo.

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

* Serie desestacionalizada.

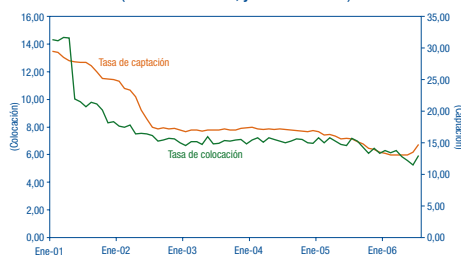
Fuente: DANE.

Fecha	ICP	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (mayo 2006)	141,4	0,2	13,7
Dato anterior (abril 2006)	141,2	2,6	10,2

Situación fiscalOPERACIONES EFECTIVAS DEL GOBIERNO CENTRAL
(Miles de millones de pesos)

Fuente: Confis.

Fecha	Ingresos	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (abril 2006)	2.403	-43,7	10,9
Dato anterior (marzo 2006)	3.874	20,3	15,6
Fecha	Egresos	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (abril 2006)	5.531	21,7	11,5
Dato anterior (marzo 2006)	4.627	-13,3	10,9
Fecha	Déficit/superávit	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (abril 2006)	-3.128	-1037,5	-13,0
Dato anterior (marzo 2006)	-753	64,4	1,2

Situación monetariaTASA DE INTERÉS
(Efectiva anual, julio de 2006)

Fuente: Banco de la República.

Tasas de interés nominales/reales	Julio 2005	Junio 2006	Julio 2006
Captación	7,1/2,1	6,2/2,2	6,7/2,3
Colocación	15,7/10,3	11,5/8,1	13,6/8,3

Sector realDESEMPEÑO DE LA INDUSTRIA
(Junio de 2006)

Descripción	Variación real anual	
	Producción	Ventas
Total sin trilla	10,04	10,10
Total con trilla	10,05	10,12
Principales sectores con variación de producción mayor al promedio		
Equipos y aparatos de radio, televisión y comunicaciones	48,18	43,78
Partes y piezas de carpintería para construcciones	42,36	22,19
Industrias básicas de metales preciosos y metales no ferrosos	39,42	47,78
Fabricación de otros tipos de equipo de transporte	37,07	42,41
Carrocerías para vehículos automotores	35,38	33,53
Sustancias químicas básicas, fibras sintéticas y artificiales	22,95	19,41
Productos de tabaco	22,09	31,42
Ingenios, refinерías de azúcar y trapiches b/	21,87	21,63
Productos minerales no metálicos	21,71	20,96
Aparatos e instrumentos médicos, ópticos y de precisión	21,57	20,69
Otros productos textiles	21,38	1,48

Principales sectores con variación de producción menor al promedio

Otros productos alimenticios	1,78	7,96
Productos lácteos	0,22	8,82
Maquinaria de uso general	-0,51	-5,50
Tejidos y artículos de punto y ganchillo	-0,61	20,07
Refinación del petróleo	-2,51	-0,76
Partes, piezas y accesorios para vehículos automotores	-3,08	-1,51
Maquinaria de uso especial	-3,20	-1,34
Actividades de edición	-4,55	-3,89
Otras industrias manufactureras	-5,14	0,67
Servicios relacionados con la impresión; materiales grabados	-19,16	-19,16
Otros productos de madera; corcho, cestería y espartería	-32,31	-1,73

Fuente: DANE, Nueva Muestra Mensual Manufacturera.

Sector externoCOMERCIO EXTERIOR
(Millones de dólares)

Fuente: DANE.

Fecha	Importaciones	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (mayo 2006)	2.218	14,7	20,2
Dato anterior (abril 2006)	1.934	-10,2	18,6
Fecha	Exportaciones	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (mayo 2006)	2.190	17,7	17,8
Dato anterior (abril 2006)	1.860	-3,4	15,4
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