

# TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

45

Diciembre de 2005



## FEDESARROLLO

**Director Ejecutivo**  
Mauricio Cárdenas S.

**Editora**  
Carolina Mejía M.

**Asistente**  
Carlos Ignacio Patiño F.

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

Editorial: ¿cuál es la reforma tributaria que necesita el país?

Encuesta de Consumo

Encuesta de Opinión Empresarial

Actualidad: el crédito de vivienda: ¿estímulo para la construcción?

Encuesta de Opinión Financiera

Indicadores Económicos

### *¿Cuál es la reforma tributaria que necesita el país?*

En repetidas ocasiones, Fedesarrollo ha señalado que uno de los principales obstáculos para el desarrollo económico del país es su estructura tributaria. El sistema tributario colombiano se caracteriza por constantes cambios que producen inestabilidad para los contribuyentes, complejidad para su interpretación, e inequidad, sobre todo con relación al tratamiento de empresas y personas naturales. Es imperante una reforma tributaria estructural, en aras de mayor simplicidad y equidad, sin afectar de forma importante los ingresos tributarios totales. Ante todo, se necesita que la reforma sea integral, no otra reforma parcial, que solo contribuya a contener el problema por un tiempo pero que no representa una salida definitiva al problema.

En términos generales, la reforma que el país necesita para modernizar su estructura tributaria debe cumplir tres requisitos: i) propender por elevar el grado de formalización de la economía, en la medida en que el recaudo está exageradamente concentrado en muy pocos contribuyentes, en contra de las mejores prácticas internacionales; ii) apuntar a la simplicidad de la estructura tributaria, para lo cual se debe reducir el número de gravámenes y recurrir a impuestos especiales (transitorios, entre otros) solo en casos extraordinarios; y iii) ser una reforma con efecto neutral sobre los ingresos tributarios, dado el problema fiscal que atraviesa el país.

Actualmente, la tarifa máxima del impuesto de renta en Colombia es igual a 38,5% (tarifa vigente hasta 2007 cuando debe regresar a 35%). Más allá de los problemas causados por la tasa nominal del impuesto, que es una de las más altas en la región, lo preocupante es el reducido tamaño de la base gravable. En la categoría de personas naturales, solo el 1,7% de la población económicamente activa presentó declaración de renta. Además, las personas naturales representaron apenas el 14% del recaudo total por renta, mientras que el 85% restante le correspondió al sector empresarial. A su vez, la contribución de las sociedades se concentra en el pequeño grupo de empresas denominadas "grandes contribuyentes", quienes aportaron el 78% del recaudo total del impuesto de renta. En parte, el reducido tamaño de la base tributaria explica el alto nivel de las tasas. Ante esto, muchos sectores empresariales han intensificado la búsqueda de tratamientos preferenciales por medio de un variado y crea-

#### PATROCINADORES:



tivo sistema de exenciones, descuentos y deducciones. Estos beneficios han generado una inmensa complejidad, lo que dificulta la tarea para el contribuyente y la administración, además de dar pie a enormes inequidades horizontales. Es decir, contribuyentes con ingresos similares pagan impuestos muy diferentes.

Por esto, la reforma estructural debe, en primer lugar, reducir la tasa máxima del impuesto de renta a 30%, que es el nivel promedio de la tarifa para los países con los que Colombia compite en la región. Pero adicional a la rebaja en la tarifa, se deben eliminar las deducciones suplementarias a las comunes de operación de una empresa (lo que implica que la deducción temporal del 30% para la reinversión de utilidades en activos fijos efectivamente llegue a su fin en 2008) y se deben eliminar las rentas exentas, exceptuando solamente a las organizaciones sin ánimo de lucro. Además, la reforma debería permitir la deducción de gastos con relación de causalidad con la actividad (como el pago de impuestos prediales e ICA), e incluir un régimen simplificado para vendedores ambulantes o pequeños comerciantes.

Respecto al impuesto a personas naturales, la reforma debe establecer que la tasa máxima del impuesto de renta para personas naturales sea igual a la de las personas jurídicas y que aplique a todo tipo de ingreso (no solo el salarial). De igual forma, se debería escalonar con menores tasas marginales (por ejemplo, 10%, 20% y 30%) y reducir paulatinamente la exención básica. Por otro lado, pero también en referencia al pago de impuestos por parte de las empresas y el sector productivo, la reforma tributaria debe eliminar el impuesto de patrimonio en 2006, como está previsto, al igual que el impuesto a las remesas, que recauda poco pero desestimula la inversión extranjera.

En el caso del IVA, actualmente existen nueve tarifas diferentes que van desde 2% hasta 45%, algo completamente excepcional a nivel internacional, donde el estándar es aplicar a lo sumo dos tarifas diferenciales. Similar a lo que ocurre con el impuesto de renta, la base gravable del IVA es también una de las menores en el contexto latinoamericano. Esto se debe a la existencia de numerosas exenciones y exclusiones que resultan altamente costosas para la Nación (\$8 billones de pesos en 2004) y entorpecen la devolución del IVA al interior de la cadena productiva, resultando en una disminución de la productividad del impuesto al generar espacios para la evasión, y una consecuente reducción del recaudo efectivo.

De esta forma, una verdadera reforma estructural debe reducir el número de tasas del IVA: gravar todos los productos y servicios al 16 por ciento, excepto los produc-

tos núcleo de la canasta familiar, los cuales deberían tener una tasa cero. No obstante, la ampliación de la base del IVA debe estar ligada a mecanismos compensatorios para la población de menores ingresos. También es preciso que se eliminen las exenciones al IVA por sectores y que se acabe con la categoría de bienes excluidos en el recaudo del IVA, lo que implica mantener solo las categorías de gravados y exentos. Finalmente, convendría hacer permanente el beneficio temporal que hoy existe de descuento del IVA para bienes de capital.

En cuanto al resto de impuestos, es preciso que en la tributación de importación y exportación los incentivos sean generales y no específicos, ya que en cuanto a la inversión, el sistema de incentivos causa más distorsiones y complejidades que beneficios. En segundo lugar, no se debe mezclar los desastres naturales con incentivos para el desarrollo de ciertas zonas, ya que la inversión en infraestructura en zonas de desastre es responsabilidad del gobierno. Adicionalmente, una verdadera reforma estructural debe reducir gradualmente el impuesto a las transacciones financieras y eliminar los impuestos de timbre y registro, que recaudan muy poco y son difíciles de administrar. Por último, se debe pensar en adoptar un impuesto selectivo nacional para bienes suntuarios (a una tasa no muy alta puesto que promovería el contrabando y la evasión), ya que introduce de alguna manera un elemento de progresividad a los impuestos indirectos.

En 2005 se perdió la oportunidad de tramitar una reforma de estas características, que efectivamente redujera las distorsiones, redunde en mayor inversión y promueva la actividad económica. El pasado 14 de diciembre, el gobierno nacional decidió retirar la propuesta para rebajar el impuesto de renta a las personas jurídicas, incluida a última hora en el Proyecto de Ley que establece un nuevo régimen para las zonas francas. Aunque la medida iba en la dirección correcta, dejaba por fuera muchos de los aspectos fundamentales de lo que aquí se expuso debería ser una verdadera reforma estructural. Si este año planteaba algunas complicaciones políticas para tramitar un proyecto de esta índole, en el primer semestre del próximo año las circunstancias serán aún más difíciles debido al proceso electoral que vivirá el país. Sin embargo, Fedesarrollo considera que el tema reviste cada vez mayor urgencia y que el inicio de la legislatura 2006-2007, que coincidirá con el inicio de un nuevo período presidencial, puede ser la última oportunidad para tramitar la reforma tributaria que el país necesita sin cometer el error de caer en reformas apresuradas que dejan la tarea a medio camino.

### Condiciones económicas continúan altas

Los índices calculados a partir de la Encuesta de Consumo llevada a cabo en el mes de noviembre, muestran un comportamiento similar al observado durante los últimos tres meses. En primer lugar, el Índice de Confianza del Consumidor, que se presenta en el Gráfico 1, registró un nivel de 18,8 puntos. Aunque solo representa un incremento de 0,1 puntos respecto al mes pasado, el aumento frente a noviembre del año anterior es de 3,1 puntos. En segundo lugar, el Índice de Expectativas del Consumidor, que incluye las expectativas de los hogares sobre su situación en los próximos doce meses así como sobre la situación del país, muestra un registro de 20,3. Tal cifra es superior en 1,0 punto a la observada el mes pasado. Sin embargo, frente al mismo mes del año anterior, el registro de noviembre señala un deterioro de 0,8 puntos. Lo anterior implica que aunque las expectativas sobre la situación para el próximo año continúan en niveles altos, no se evidencia una tendencia creciente en los últimos meses. Por último, el Índice de Condiciones Económicas, compuesto por la percepción que tiene el hogar sobre su situación frente a la del año anterior y por la disposición para la compra de bienes durables, muestra una caída de 1,2 puntos respecto al mes anterior. Con un registro igual a 16,5 en noviembre, el crecimiento anual del ICE es cercano a los 9,0 puntos (ver Gráfico 2).

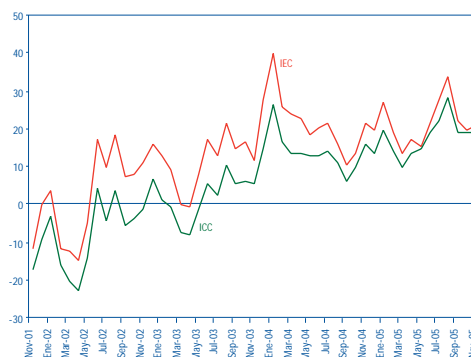
### Percepción sobre la situación actual es mejor que el año pasado

Frente a la pregunta ¿cree usted que a su hogar le está yendo económicamente mejor o peor que hace un año?, en noviembre, el 35,7% de hogares encuestados por Fedesarrollo consideró que las cosas están mejor, mientras que el 30,3% consideró que a su hogar le está yendo peor. El 34,1% restante consideró que todo está igual. Por lo tanto, en términos netos, el 5,4% de los hogares encuestados considera que a su hogar le ha ido mejor en comparación al año pasado. Hace un año, solo el 32,1% de encuestados respondió que a su hogar le estaba yendo mejor y el 28,4% respondió que las cosas estaban peor. En otras palabras, el 3,7% neto de hogares consideraba que a su hogar le estaba yendo mejor.

En cuanto a la situación del país en general, frente a la pregunta ¿diría usted que las condiciones económicas del país son mejores o peores que hace un año?, el porcentaje de encuestados que piensa que son mejores no mostró variación alguna frente al mes anterior (43,4%). Al contrario, el porcentaje de encuestados que considera que la situación económica está peor frente al año pasado subió 2,2 puntos porcentuales y se ubicó en 40,2%. En términos netos, los resultados sí cambiaron frente a noviembre de 2004: mientras que en ese momento el 1,9% neto consideraba que las condiciones estaban peor, hoy en día, el 3,3% neto considera que las cosas están mejor.

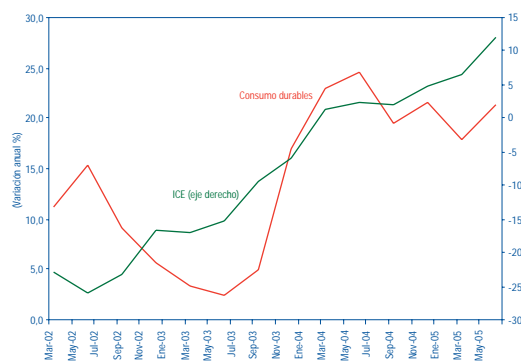
La evolución positiva de las percepciones sobre la situación económica se ha visto reflejada recientemente en el dinamismo del consumo de los hogares, especialmente en bienes durables. Las ventas del sector comercial han crecido considerablemente durante los últimos meses, como muestra

**Gráfico 1**  
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR E ÍNDICE DE EXPECTATIVAS DEL CONSUMIDOR



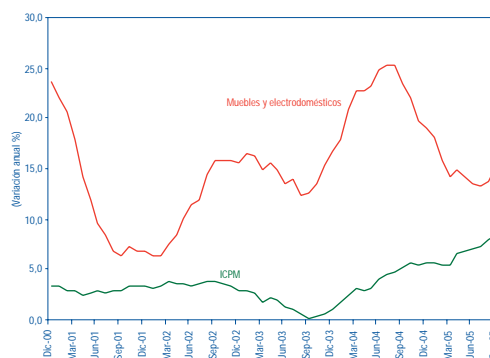
Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Invaer.

**Gráfico 2**  
ÍNDICE DE CONDICIONES ECONÓMICAS Y VARIACIÓN DEL CONSUMO DE BIENES DURABLES



Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Invaer. DANE.

**Gráfico 3**  
VENTAS TOTALES Y DE BIENES DURABLES DEL SECTOR COMERCIAL



Nota: Media móvil de orden 12.

Fuente: DANE.

el Gráfico 3. Entre septiembre de 2004 y septiembre de 2005, el Índice de Comercio al por Menor ha crecido cerca de 12,2% en términos reales, mientras que su componente de bienes durables (muebles y electrodomésticos para el hogar) lo ha hecho a 23,9%. Por lo tanto, la reciente evolución de los índices calculados por Fedesarrollo señala que es posible que el ritmo de crecimiento del consumo se mantenga alto en los primeros meses del próximo año.

### **Continúa el auge de la construcción**

En el mes de noviembre se observó un comportamiento notable en la disposición de los hogares hacia la compra de vivienda. Frente a la pregunta ¿cree usted que es un buen momento para comprar vivienda?, el 62,1% de los hogares encuestados respondió que cree que sí es un buen momento. Solo el 34,0% respondió que es un mal momento. Así, el balance de esta pregunta (28,1%) muestra un valor que solo es superado por el máximo histórico observado en agosto del presente año (35,5), como se observa en el Gráfico 4.

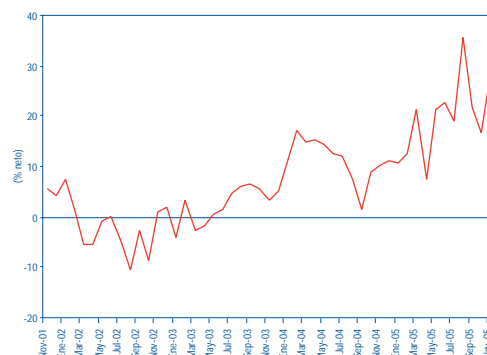
Los resultados para vivienda son congruentes con la reciente evolución del sector de la construcción. En primer lugar, las obras culminadas han mostrado un notable desempeño durante el presente año, lo cual podría verse reflejado en el PIB de edificaciones a final de año. En el Gráfico 5 se presentan las obras culminadas: a pesar del leve deterioro observado en el segundo trimestre de 2005, la recuperación después de la crisis de 1998-1999 ha sido sostenida. Actualmente, se observa una gran dinámica, consistente con la disposición que muestran los hogares para la compra de vivienda.

Las obras en proceso destinadas a vivienda, que también reflejan el buen momento de la actividad constructora, sumaron 1,6 millones de metros cuadrados en el segundo trimestre de 2005. Las obras en proceso destinadas a otros sectores (como por ejemplo comercio y oficinas) sumaron solo 560 mil metros cuadrados. En otras palabras, las obras en proceso destinadas a la vivienda representan casi dos veces el área de las obras en proceso destinadas a comercio o a oficinas. Como se presenta en el Gráfico 6, después del fuerte incremento observado desde el año 2001, las obras en proceso para vivienda se han mantenido por encima del millón de metros cuadrados.

### **Continúa baja la capacidad de ahorro de los hogares**

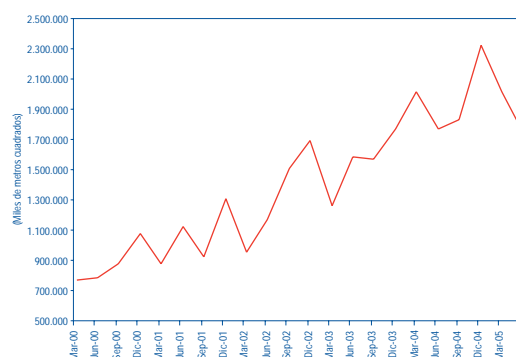
En noviembre, solo el 24,7% de los hogares encuestados respondió que en la actualidad sus ingresos les permiten ahorrar. Aunque dicho porcentaje aumentó respecto al año anterior (19,1%), la proporción de hogares que pueden ahorrar continúa muy baja. Así, tres cuartas partes de los hogares presenta dificultades para ahorrar. No obstante, el 32,3% de los hogares encuestados reporta haber recurrido al sistema financiero para solicitar un préstamo. Lo anterior representa un avance, frente al mes de octubre cuando el porcentaje fue 27,9%, y también frente al año anterior, cuando fue 27,5%. Por lo tanto, aunque la capacidad de ahorro de los hogares colombianos continúa baja, debido principalmente al bajo nivel de ingresos, el acceso a los créditos financieros ha aumentado en los últimos meses. Este hecho se corrobora al observar la evolución de la cartera de consumo, la cual ha crecido a tasas superiores al 20% en lo corrido del año.

**Gráfico 4**  
**DISPOSICIÓN PARA LA COMPRA DE VIVIENDA**  
**(BUEN MOMENTO)**



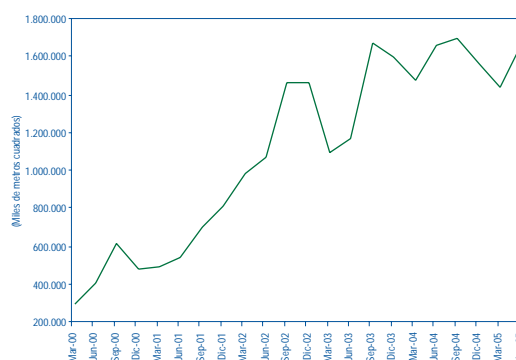
Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Invermer.

**Gráfico 5**  
**OBRAS CULMINADAS**



Fuente: DANE.

**Gráfico 6**  
**OBRAS EN PROCESO DESTINADAS A LA VIVIENDA**



Fuente: DANE.

### Reciente recuperación del ICI no se consolida

En octubre, el Índice de Confianza Industrial mostró un leve retroceso respecto a los registros observados en agosto y septiembre. Con una reducción de 3 puntos, el indicador se ubicó en 2. Sin embargo, el registro de octubre se encuentra en el mismo nivel del año anterior (ver Gráfico 1). Al respecto, cabe señalar que aunque el ICI supera los registros observados durante el periodo 2001-2003, no se evidencia una recuperación sólida y es poco probable que cambie la tendencia en los próximos meses.

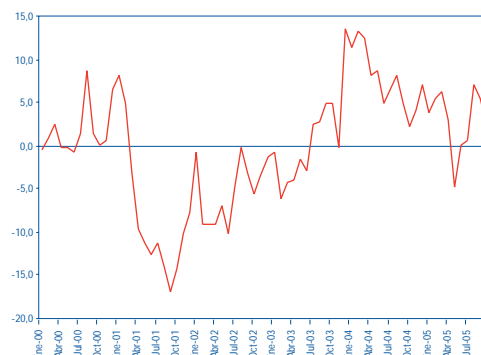
Al analizar los componentes del ICI, se observan algunos hechos que vale la pena recalcar. En primer lugar, el nivel de pedidos y de existencias muestran una evolución positiva respecto al mes anterior. El porcentaje neto de industriales encuestados que considera que el nivel actual de pedidos es bajo pasó de 10% a 9% entre septiembre y octubre. Respecto al año anterior, la disminución de dicho porcentaje es de 2 puntos porcentuales. Como se observa en el Gráfico 2, el balance de esta pregunta presenta una tendencia de recuperación, aunque el avance no es significativo. Por otro lado, en octubre el 2% neto de encuestados considera que sus existencias son altas, un punto por debajo de lo observado en septiembre y en octubre del año anterior. Igualmente, a pesar de que la evolución no es muy favorable, el Gráfico 2 señala la posibilidad de un mejor comportamiento en los próximos meses.

Contrario a lo anterior, las expectativas de producción para los próximos tres meses mostraron un deterioro, hecho que explica la caída del ICI. En octubre, solo el 28% de los industriales considera que su producción aumentará en los próximos tres meses. El 11% espera una disminución, mientras que gran parte de los encuestados, el 61%, considera que su producción se mantendrá igual. Por lo tanto, solo el 17% neto espera una evolución positiva de su producción, cifra 12 puntos porcentuales por debajo de lo registrado en septiembre. Es así que la reducción de la confianza de los industriales observada en octubre se debe principalmente al deterioro en las expectativas de producción.

### Percepción sobre la situación económica favorable

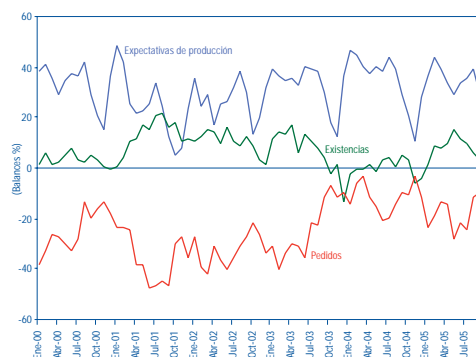
Al preguntar a los industriales cómo perciben la situación económica actual, el 43% respondió que la considera buena y el 47% que la considera aceptable; de modo que solo el 10% opina que la situación económica es mala. Comparado con lo observado en octubre del año anterior, no hay cambios significativos. En octubre de 2004, el 42% de industriales encuestados consideró que la situación económica era buena y el 51% que era aceptable, mientras que solo el 7% consideró que la situación era mala. En el Gráfico 3, que muestra la evolución de las respuestas a esta pregunta, se observa que desde el año 2003 el porcentaje de encuestados que percibe una situación favorable se ha mantenido relativamente estable. No obstante, la percepción de condiciones económicas favorables no parece

**Gráfico 1**  
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL



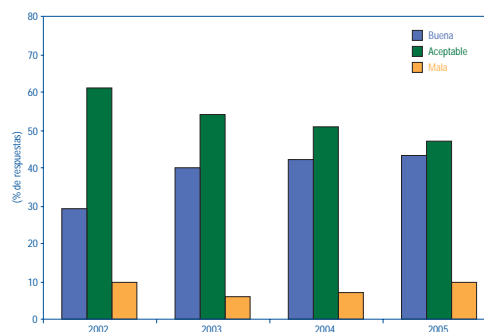
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial, (E.O.E.) de Fedesarrollo.

**Gráfico 2**  
COMPONENTE DEL ICI



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

**Gráfico 3**  
PERCEPCIÓN SOBRE LA SITUACIÓN ECONÓMICA  
(Noviembre)



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

generar una respuesta en la actividad industrial. En octubre, el 56% de encuestados considera que la actividad productiva continúa igual a la de los meses pasados. Solo el 25% afirma que percibe una actividad más intensa.

### **El porcentaje de utilización de la capacidad instalada continúa con su recuperación**

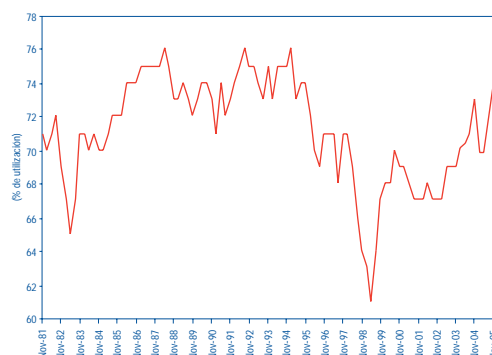
En noviembre, el porcentaje de utilización de la capacidad instalada continuó con su tendencia al alza y se ubicó en 73,8%. El Gráfico 4, que muestra el indicador para el periodo 1981-2005, ilustra un repunte después de la recuperación de la crisis de 1999. Sumado a dicho repunte, las condiciones para la inversión mostraron un notable desempeño en noviembre. En cuanto a las condiciones económicas, el 41% de encuestados considera que éstas son favorables, solo el 13% considera que no son favorables y el restante 46% considera que son neutras. De esta forma, el porcentaje neto de encuestados que considera que las condiciones económicas actuales son favorables para la inversión pasó de 16% a 28% entre agosto y noviembre. Por otro lado, el 48% considera que las condiciones sociopolíticas para la inversión son favorables mientras que solo 4% opina lo contrario. Así, entre agosto y noviembre, el porcentaje neto de encuestados que percibe condiciones sociopolíticas favorables pasó de 20% a 44% (ver Gráfico 5).

### **La confianza comercial se mantiene estable**

El Índice de Confianza Comercial aumentó en octubre dos puntos respecto al mes anterior al ubicarse en 19, registro igual al del año anterior. El Gráfico 6, que presenta el ICCO, señala que dado el incremento en la confianza comercial, es posible esperar una tasa de crecimiento anual de las ventas superior a la registrada en septiembre (12,0%). En cuanto a sus componentes, en el mes de octubre no se observaron incrementos significativos a excepción de las expectativas sobre la situación económica durante los próximos seis meses: el 40% neto de comerciantes encuestados espera un situación económica más favorable durante los próximos seis meses, 6 puntos por encima del registro de septiembre. Por otro lado, 34% neto de encuestados consideró que la situación económica actual es buena, un punto porcentual por encima del resultado de septiembre. Finalmente, el balance de la pregunta que indaga sobre el nivel de existencias no mostró variación: 16% neto de encuestados manifestó que sus existencias eran altas.

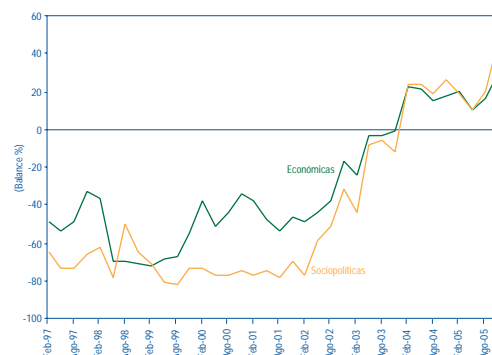
El comportamiento del ICCO es congruente con la evolución en las ventas reportadas por los comerciantes. En términos generales, el 45% de los comerciantes encuestados considera que sus ventas han aumentado en comparación al año anterior mientras que el 31% considera que son más bajas. Específicamente, las ventas aumentaron más de 10% respecto al año anterior para el 33% de los comerciantes encuestados, y menos de 10% para el 25%. De otra parte, el 28% manifiesta que sus ventas disminuyeron entre 1% y 10%, mientras que solo el 14% asegura que éstas disminuyeron más del 10%.

**Gráfico 4**  
**PORCENTAJE DE UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA**



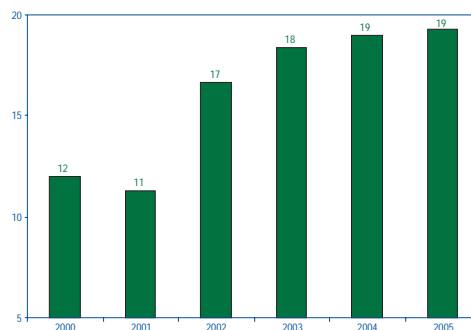
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial, (E.O.E.) de Fedesarrollo.

**Gráfico 5**  
**CONDICIONES PARA LA INVERSIÓN**



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

**Gráfico 6**  
**ÍNDICE DE CONFIANZA COMERCIAL (Octubre)**



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



### El crédito de vivienda: ¿estímulo para la construcción?

#### La gran crisis hipotecaria

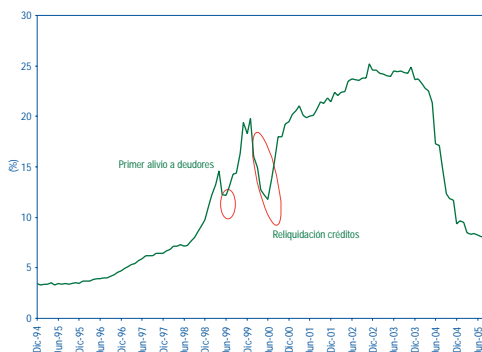
A finales de la década de los noventa la economía colombiana sufrió una crisis hipotecaria sin precedentes, caracterizada por el deterioro de la calidad de la cartera (Gráfico 1) y un virtual estancamiento en el desembolso de nuevos créditos (Gráfico 2). La burbuja que venía creciendo desde mediados de la década reventó en 1998, con el retroceso de los capitales externos que tumbó los precios de la vivienda y aumentó significativamente la tasa de interés. Esto condujo al deterioro del valor de los activos hipotecarios, mientras que aumentaba sustancialmente la deuda

que los hogares debían pagar por ellos. Así, los deudores perdieron los incentivos para pagar sus obligaciones hipotecarias, por lo que aumentó la morosidad y se deterioró el balance de los bancos. La crisis se profundizó y prolongó por factores extraeconómicos, asociados con la inseguridad jurídica del sistema de financiamiento hipotecario. Entre los años 1999 y 2000 la Corte promulgó una serie de fallos que desembocaron en la eliminación de la tasa de interés en el cálculo de la corrección monetaria y el establecimiento de techos a las tasas de interés de los préstamos VIS y no VIS. Todos estos factores frenaron tanto la oferta como la demanda de crédito y desembocaron en el deterioro de la cartera de crédito (Gráfico 3) y la caída en la construcción de vivienda (Gráfico 4).

#### El crédito de vivienda: ¿estímulo para la construcción?

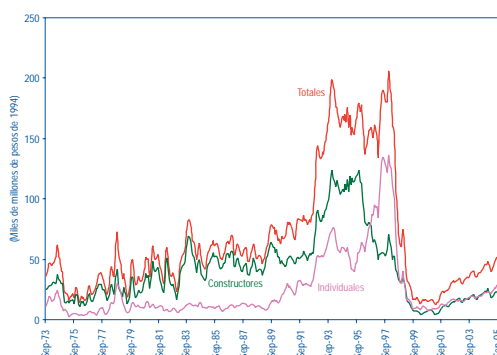
¿La magnitud de la crisis hipotecaria fue tal que desapareció el impacto positivo que tenía el crédito de vivienda sobre la construcción? Un estudio realizado por Fedesarrollo (2005) indica que aún existe una gran correlación entre los ciclos de las licencias aprobadas para vivienda y los ciclos de los desembolsos de crédito, que oscila entre 0,3 y 0,4. Incluso, esta correlación parece haberse fortalecido durante los años posteriores a la crisis (Gráfico 5). Al realizar una estimación econométrica de los determinantes de la construcción de vivienda en el período 1985-2005, el estudio ratificó el efecto positivo que tiene el crédito de vivienda sobre la actividad constructora, cuya significancia y magnitud se mantuvieron después de la crisis. A pesar de la dimensión y duración de los efectos de la caída hipotecaria, el crédito de vivienda ha seguido estimulando el sector de la construcción.

**Gráfico 1**  
INDICADOR DE CALIDAD DE LA CARTERA HIPOTECARIA  
(Cartera con más de tres cuotas vencidas/cartera total)



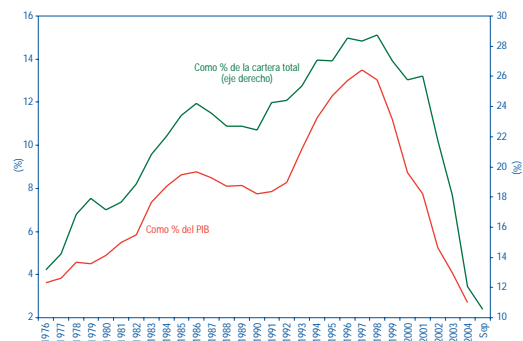
Fuente: Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (ICAV).

**Gráfico 2**  
DESEMBOLSO DE CRÉDITO DE VIVIENDA  
(Promedio móvil tres meses)



Fuente: Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (ICAV). Cálculos de Fedesarrollo.

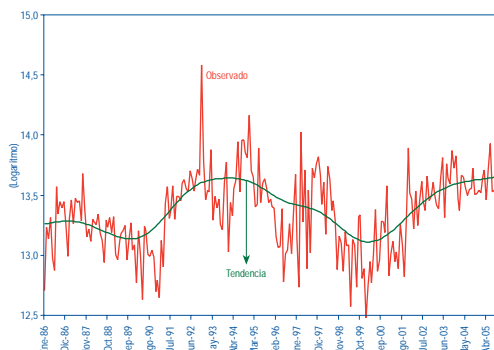
**Gráfico 3**  
SALDO DE LA CARTERA HIPOTECARIA



Fuente: Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (ICAV). DANE. Superbancaria. Cálculos de Fedesarrollo.

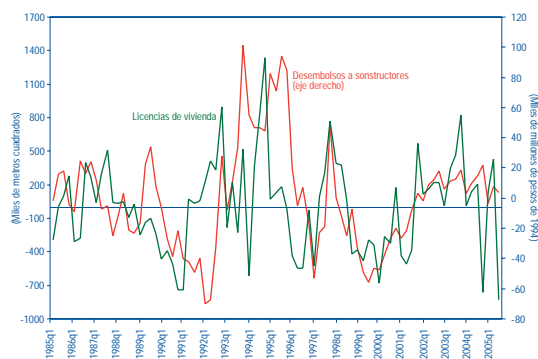


**Gráfico 4**  
**ÁREA APROBADA PARA CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDA**



Fuente: Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (ICAV). DANE. Banco de la República. Cálculos de Fedesarrollo.

**Gráfico 5**  
**LOS CICLOS DE LA CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDA Y DEL CRÉDITO HIPOTECARIO**



Nota: Ciclo calculado como la diferencia entre el valor observado y su tendencia. Tendencia se calcula utilizando el filtro de Hodrick-Prescott.

Fuente: Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (ICAV). DANE. Cálculos de Fedesarrollo.

Este resultado es de especial importancia, si se tiene en cuenta el impacto que tiene el sector de la construcción sobre la economía. A pesar de que su participación sobre el PIB no es muy grande (cerca al 5%), su interrelación se ha intensificado durante los últimos años gracias a la canalización de los recursos externos hacia la actividad económica, a sus fuertes encadenamientos hacia atrás con otros sectores productivos (en particular con los sectores de vidrio, madera y metales comunes) y a su impacto sobre el mercado laboral con el empleo de mano de obra no calificada.

### ***Después de un largo período de estancamiento, empieza la recuperación del crédito de vivienda***

La recuperación del crédito hipotecario desde la crisis ha sido lenta y llena de obstáculos; solo en los últimos meses el

financiamiento de vivienda ha mostrado señales de reactivación. Si bien la nueva ley de vivienda garantiza un costo de los créditos menor y más estable, la demanda de crédito se mantuvo estancada durante varios años, pues después de la crisis los hogares quedaron renuentes a utilizar el sistema hipotecario de financiamiento. Solo durante los últimos meses los desembolsos a constructores e individuales han empezado a repuntar, lo que sugiere que finalmente, después de seis años, la demanda de crédito empieza su recuperación (Gráfico 2). Este hecho coincide con el auge económico reciente que ha permitido la recuperación del consumo de bienes durables -que estaba estancado desde la recesión- y es coherente con el incremento en las expectativas de compra de vivienda en los últimos meses, señalada en la Encuesta de Confianza del Consumidor (ver la sección correspondiente a esta encuesta).

Sin embargo, existen otros obstáculos que han desincentivado la oferta de crédito. Por un lado, los bancos se mantenían renuentes a otorgar créditos hipotecarios dada la alta morosidad de los deudores sucedida a finales de los noventa. Además, las entidades especializadas en el crédito hipotecario han enfrentado un gran riesgo asociado con la recuperación de la cartera, pues los procesos ejecutivos hipotecarios pueden ser muy lentos y costosos, debido a la congestión judicial y a la gran cantidad de demandas en contra del sistema hipotecario. Por fortuna, en los últimos meses los deudores han estado respondiendo con sus obligaciones, permitiendo que la calidad de la cartera haya mejorado sustancialmente (ver Gráfico 1), lo que puede estar mitigando la aversión de las entidades hipotecarias asociada con el no pago de las obligaciones financieras.

Pero el único riesgo asociado a los créditos hipotecarios no es la morosidad de los deudores. El descalce de plazos y tasas entre los activos y los pasivos de las entidades hipotecarias también desincentiva la oferta de crédito. Mientras que la colocación hipotecaria está regulada, con techos a las tasas reales de interés y plazos de amortización largos, la captación de recursos opera en un sistema competitivo, con tasas de mercado libres y plazos mucho más cortos. Con el fin de mitigar este riesgo, en el 2001 se autorizó la titularización de la cartera hipotecaria y la emisión de bonos hipotecarios (denominados en UVRs y emitidos a plazos similares a los de la cartera). Desde su creación, la titularización de la cartera ha aumentado sostenidamente, llegando al 30,5% del total de la cartera hipotecaria en octubre del 2005. La mayor parte de las emisiones de títulos y bonos ha sido realizada por la Titularizadora (cerca del 95%); la participación de los bancos hipotecarios en el mercado de títulos aún es incipiente.

A pesar de los hechos positivos recientes (el crecimiento de los desembolsos de crédito, la mejor calidad de la cartera hipotecaria y la posibilidad de cubrir el riesgo de descalce) el saldo del crédito de vivienda, relativa a los demás componentes de los

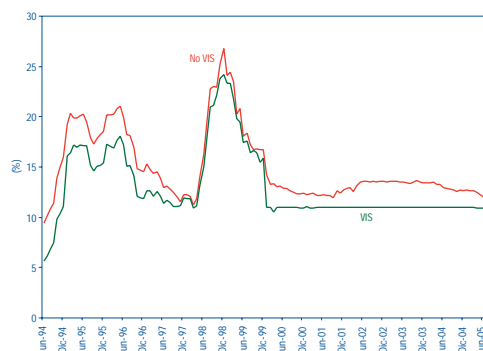
activos de los bancos, todavía no se recupera. Esto sucede, principalmente, porque las demás líneas de crédito y especialmente la inversión (en particular en títulos de deuda pública) han ofrecido durante estos años más rentabilidad y seguridad a las entidades financieras. El saldo de los créditos de vivienda pasó de representar en 1995 el 80% de los activos de las entidades especializadas, a constituir el 20% en el 2004 (Gráfico 6). De hecho, a lo largo del presente año esta proporción ha disminuido con respecto a finales del 2004, ubicándose en 16% en octubre del 2005. ¿Esto contradice la reciente recuperación en los desembolsos de crédito? No necesariamente. La caída en la cartera hipotecaria registrada a lo largo de los dos últimos años refleja principalmente la amortización de la mayoría de las deudas adquiridas durante el auge de los noventa. Se esperaría que una vez termine este ciclo de amortizaciones, vuelva a observarse un crecimiento de la cartera hipotecaria, coherente con el reciente dinamismo de los desembolsos destinados a vivienda.

### ¿Qué viene el próximo año?

Como se mencionó anteriormente, los últimos meses se han caracterizado por un aumento de los desembolsos de crédito, una mejora en la calidad de la cartera y un aumento de las titularizaciones. Adicionalmente, durante el 2005 la economía fue testigo de un proceso de fusiones y adquisiciones dentro de la banca hipotecaria colombiana: El BBVA adquirió Granahorrar, Davivienda adquirió Bansuperior, y Conavi, Bancolombia y Corfinsura se fusionaron. Estas fusiones y adquisiciones necesariamente conducen a una mayor competencia en el mercado hipotecario. La puja que se dará el próximo año entre estas en-

tidades deberá reflejarse en los precios y cantidades transados; de hecho, como se observa en el Gráfico 7, la tasa de interés real hipotecaria ya empezó a disminuir, despegándose del techo en el que se mantenía desde la crisis hipotecaria.

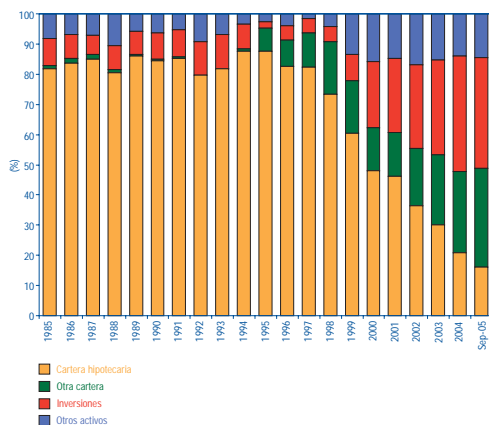
**Gráfico 7**  
TASA DE INTERÉS REAL HIPOTECARIA



Fuente: Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda (ICAV). DANE. Banco de la República. Cálculos de Fedesarrollo.

En un contexto de oferta y demanda de vivienda reactivándose, se esperaría que durante el próximo año la tasa de interés siga disminuyendo y los desembolsos sigan aumentando. Según estimaciones de la Titularizadora Colombiana, los desembolsos acumulados entre Junio del 2005 y Junio del 2006 serán por lo menos de 1.600 millones de pesos, continuando con el ritmo observado este año. La titularización de esta nueva cartera mantendrá el dinamismo actual, para ubicarse cerca del 32% del saldo de la cartera hipotecaria en el 2006, mitigando así los riesgos asociados a los mayores desembolsos e incentivando más la oferta. Teniendo en cuenta que el ciclo de las amortizaciones irá cambiando, los mayores desembolsos se deberán reflejar en un mayor saldo de la cartera hipotecaria. Todo esto permitirá dar un sustento más fuerte al dinamismo actual del sector de la construcción (Gráfico 4). En lugar de estar basada en factores coyunturales como el flujo de importantes capitales externos a este sector (entre otros), la actividad edificadora podrá apalancarse más en el crédito de vivienda y así garantizar un crecimiento más estable y fuerte.

**Gráfico 6**  
COMPOSICIÓN DE LOS ACTIVOS DE LA E.C.H.



Fuente: Balances de las entidades financieras registrados por Superbancaria. Cálculos de Fedesarrollo.

### Política monetaria internacional y expectativas macroeconómicas

Acorde con los pronósticos sobre el panorama internacional de tasas de interés para el próximo año, en la primera semana de diciembre el Banco Central Europeo incrementó su tasa básica de 2% a 2,25%. Este hecho, sumado a los sucesivos incrementos que ha realizado el Fed a su tasa de referencia en lo corrido del año (como medida para controlar la inflación causada por los altos precios del petróleo), se vio reflejado en las expectativas macroeconómicas de los administradores de portafolio encuestados por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia durante la última semana de noviembre. Así, los administradores de portafolio esperan que el Banco de la República cambie su postura de política monetaria (35% neto de los encuestados espera que el Banco incremente sus tasas de intervención). Respecto a la inflación, a pesar de haber observado algunas presiones inflacionarias en octubre, explicadas por el incremento en el grupo de alimentos, los administradores retornaron a las expectativas positivas de los meses anteriores y en términos netos no se esperan variaciones en la inflación para los próximos seis meses. En cuanto a la tasa de cambio, entre octubre y noviembre el porcentaje neto de encuestados que espera que la moneda se deprecie en los próximos seis meses disminuyó, al pasar de 21% a 15% (ver Cuadro 1).

El mercado de acciones en Colombia se ha fortalecido considerablemente en los últimos dos años. Entre enero y noviembre del presente año, el índice de acciones de la bolsa de Colombia (IGBC) subió 97,9%. Como consecuencia de este crecimiento excepcional, en noviembre el 58% de los administradores encuestados manifestó que el mercado de acciones en Colombia se encuentra sobrevalorado, mientras que el 38% considera que se encuentra en su precio justo. El Gráfico 1 presenta los resultados de esta pregunta por tipo de administrador. Los administradores que más perciben la sobrevaloración son los fondos de pensiones y cesantías junto con los fondos de valores y fiduciarias: 80% y 64% respectivamente.

### Disminuye la preferencia por TES de corto plazo

Sin embargo, las percepciones de un mercado accionario sobrevalorado no coinciden con las expectativas de inversión para el próximo mes. Apparently, los administradores esperan que la tendencia alcista en el mercado accionario continúe al menos en lo que resta del año. El Gráfico 2 presenta las expectativas de inversión en octubre y noviembre. En el caso de las acciones colombianas, en noviembre el 2% neto de los administradores manifestó su intención por adquirir estos títulos. Esto representa un cambio frente a las expectativas de inversión de octubre, cuando los administradores manifestaron que querían reducir su posición en acciones.

El otro cambio notable que se observa en las expectativas de inversión se presenta en los TES de corto y largo plazo. En octubre, el 68% de los administradores de portafolio manifestó la intención de incrementar su posición en TES de corto plazo mientras que en noviembre, dicho porcentaje se redujo a 32%. En el caso de los TES de largo plazo, se observa que una menor proporción de administradores desean reducir su posición en estos activos.

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

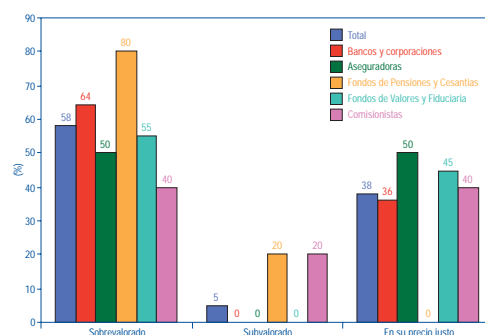
	Octubre	Septiembre	Cambio (puntos)
Tasa de interés BanRep	35	13	22
Inflación	0	4	-4
Tasa de cambio*	15	21	-6
Spread	45	45	0
Crecimiento económico	12	19	-7

(+): Aumentará; \*Depreciación

(-): Disminuirá; \*Apreciación

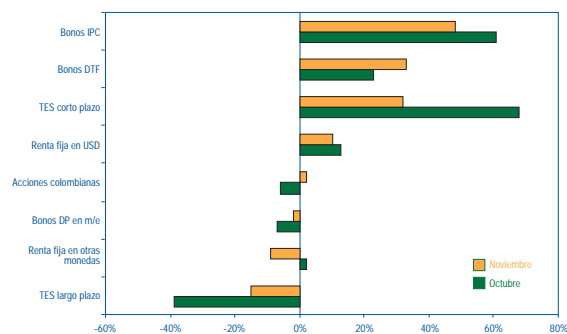
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC-Fedesarrollo.

**Gráfico 1**  
VALORACIÓN DEL MERCADO COLOMBIANO  
DE ACCIONES

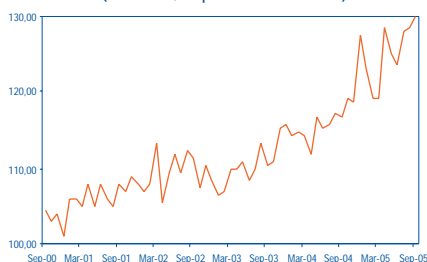


Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo.

**Gráfico 2**  
EXPECTATIVAS DE INVERSIÓN PARA EL PRÓXIMO MES



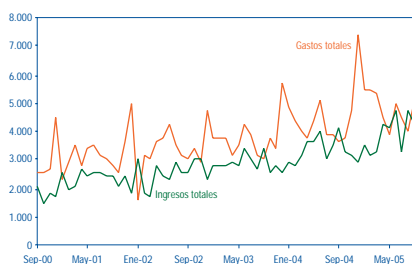
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo.

ÍNDICE DE COMERCIO AL POR MENOR\*  
(Mensual, septiembre de 2005)

\* Serie desestacionalizada.

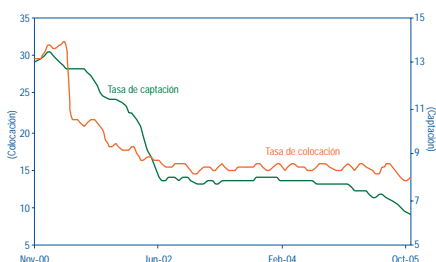
Fuente: DANE.

Fecha	ICP	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (septiembre 2005)	130,0	1,1	11,5
Dato anterior (agosto 2005)	128,5	0,2	9,6

**Situación fiscal**OPERACIONES EFECTIVAS DEL GOBIERNO CENTRAL  
(Miles de millones de pesos)

Fuente: Confis.

Fecha	Ingresos	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (septiembre 2005)	4.217	2,2	14,1
Dato anterior (agosto 2005)	4.695	35,5	16,0
Fecha	Egresos	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (septiembre 2005)	5.104	39,6	13,8
Dato anterior (agosto 2005)	4.007	4,1	11,1
Fecha	Déficit/superávit	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (septiembre 2005)	-887	-288,3	-12,6
Dato anterior (agosto 2005)	688	279,2	6,4

**Situación monetaria**TASA DE INTERÉS  
(Efectiva anual, noviembre de 2005)

Fuente: Banco de la República.

Tasas de interés nominales/reales	Noviembre 2004	Octubre 2005	Noviembre 2005
Captación	7,7/1,7	6,5/1,1	6,4/1,2
Colocación	15,0/8,7	13,4/7,7	14,2/8,6

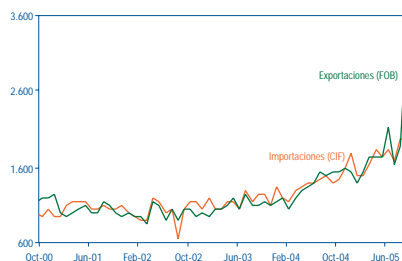
**Sector real**DESEMPEÑO DE LA INDUSTRIA  
(septiembre de 2005)

Descripción	Variación real anual	
	Producción	Ventas
Total sin trilla	3,43	7,17
Total con trilla	4,00	7,79
<b>Principales sectores con variación de producción mayor al promedio</b>		
Carrocerías para vehículos automotores	98,41	97,05
Industrias básicas de metales preciosos y metales no ferrosos	42,93	39,14
Maquinaria de uso general	33,08	51,39
Fabricación de otros tipos de equipo de transporte	30,98	31,71
Aparatos de uso doméstico	20,66	25,98
Productos minerales no metálicos	18,01	16,04
Vehículos automotores y sus motores	14,54	15,34
Fabricación de muebles	13,03	18,98
Otras industrias manufactureras	12,86	19,58
Industrias básicas de hierro y acero; fundición de metales	12,06	28,11

**Principales sectores con variación de producción menor al promedio**

Hilatura, tejeduría y acabado de productos textiles	-5,01	-0,55
Productos de tabaco	-5,83	-8,25
Equipos y aparatos de radio, televisión y comunicaciones	-6,38	-7,10
Otros productos de madera; corcho, cestería y espartería	-6,44	-8,39
Otros productos textiles	-6,73	-10,56
Prendas de vestir, confecciones	-6,79	-2,74
Aparatos e instrumentos médicos, ópticos y de precisión	-7,01	6,31
Curtido y preparado de cueros	-16,75	-17,56
Curtido y preparado de cueros	-21,94	-14,58
Maquinaria de uso especial	-28,65	-26,86

Fuente: DANE, Nueva Muestra Mensual Manufacturera.

**Sector externo**COMERCIO EXTERIOR  
(Millones de dólares)

Fuente: DANE.

Fecha	Importaciones	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (octubre 2005)	1.714	-11,8	28,6
Dato anterior (septiembre 2005)	1.944	-0,8	29,9
Fecha	Exportaciones	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (octubre 2005)	1.787	-45,8	39,5
Dato anterior (septiembre 2005)	3.300	75,9	42,3
Fecha	Balanza comercial	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (octubre 2005)	190,4	-86,9	175,0
Dato anterior (septiembre 2005)	1.453,1	1841,3	208,5

\* **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