

TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

39

Junio de 2005



FEDESARROLLO

Director Ejecutivo
Mauricio Cárdenas S.

Editora
Ximena Cadena O.

Asistente
Carolina Ramírez L.

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

Editorial: Sector Financiero y Crecimiento Económico

Encuesta de Consumo

Encuesta de Opinión Empresarial

Actualidad: Encuesta de Opinión Financiera (EOF)

Indicadores Económicos

Sector Financiero y Crecimiento Económico

La Superintendencia Bancaria dio a conocer durante esta semana los resultados de la actividad de los establecimientos de crédito para el mes de mayo. Con ellos, quedó claro que el sistema financiero se ha fortalecido patrimonialmente, sus utilidades son crecientes y la calidad de su cartera sigue en ascenso. Los bancos nacionales y las corporaciones financieras registraron incrementos anuales en sus patrimonios superiores a 20% y los bancos extranjeros cercanos a 18%. Los resultados del ejercicio entre enero y mayo de 2005 alcanzaron \$1,39 billones, el doble de lo que fueron en el mismo periodo de 2003 y 26% superiores a los registrados entre enero y mayo del año pasado. Se destaca el desempeño de los bancos nacionales que alcanzaron un crecimiento de las utilidades de 34%. Los resultados positivos en el balance coinciden con un crecimiento de la cartera de 13% de la cual sólo 3,5% se encuentra vencida -hace dos años la cartera vencida era 8% de la cartera bruta y en 1999 alcanzó 16%-.

El crecimiento de la cartera es saludable para la economía. La posibilidad de financiar capital de trabajo y expansión de la capacidad de producción a través del crédito es determinante a la hora de explicar el crecimiento económico de largo plazo. Esto ocurre, entre otras razones, porque el sector financiero canaliza el ahorro de la economía hacia inversiones productivas, permite mayor competencia pues reduce las barreras a la entrada en todas las industrias, ofrece una mejor identificación y mayor aprovechamiento de las oportunidades de inversión, mejora la capacidad de innovación y crea mecanismos de información y rendición de cuentas al interior de las firmas que permiten un mejor desempeño.

En Colombia, la cartera neta de provisiones pasó de 21,2% del PIB en 1991 a 37% del producto en 1997. De acuerdo con un trabajo del Banco Mundial¹, la evolución del crédito al sector privado colombiano durante los años noventa fue tan favorable que, por si sola, habría dado origen a un crecimiento promedio del producto por habitante de 2,1% por año durante esa década. De hecho, la profundización y la estabilización financiera fueron los avances más significativos que tuvo Colombia en los años noventa en términos de la magnitud de su impacto sobre el crecimiento del producto. Además, la contribución al crecimiento de ese rubro en Colombia superó el efecto que registró en los demás países de América Latina.

¹ Loayza, Fajnzylber y Calderon, (2002) "Economic Growth in Latin America and the Caribbean: Stylized facts, explanation and forecasts".

PATROCINADORES:

La crisis de finales de los noventa y sus secuelas llevaron a que en 2003 la cartera como porcentaje del producto alcanzara 21,5%, y sólo hasta el año pasado se presentó una leve recuperación que la ubicó en 23,2% del PIB. Es decir, se perdieron 12 años de avances en materia de acceso al crédito y disponibilidad de recursos para el financiamiento. Por ello, la recuperación reciente aunque es muy positiva, resulta apenas incipiente pues la cartera/PIB se encuentra cerca de 6 puntos porcentuales por debajo de su tendencia de largo plazo. De hecho, aunque la cartera de consumo creció 32% anual en mayo de 2005 y ya alcanza los niveles registrados en 1997-1998, la cartera comercial y la hipotecaria aún se encuentran rezagadas. Si bien la cartera comercial registró un crecimiento de 16% a mayo de este año, su nivel es similar al de 1995 y 20% inferior al registrado en 1997 y la cartera hipotecaria no ha parado de caer en términos reales desde 2000.

A pesar de contar con niveles de inflación controlados y amplia liquidez en el mercado monetario que han permitido mantener bajas y estables las tasas de interés de captación, aún no se ha logrado un dinamismo suficiente del crédito. Recuperar la tendencia de largo plazo de la profundización financiera es un elemento esencial para lograr mejores resultados en materia de crecimiento económico pues incentivará el ahorro y permitirá canalizarlo hacia el financiamiento de mayores inversiones productivas. Cálculos de Fedesarrollo indican que si se mantiene un crecimiento real de la cartera total cercano a 10% durante los próximos 5 años, para 2010 se lograría cerrar la brecha entre la cartera observada y su tendencia de largo plazo (31% del PIB en 2010). Dicho nivel es apenas comparable con el que había en 1994 y muy inferior al que se registró en los años previos a la crisis financiera de finales de los noventa.

Para recuperar el sendero de largo plazo de crecimiento de la cartera se requiere fortalecer la demanda de créditos en cabeza del sector productivo, incentivar la oferta de recursos por parte del sistema financiero y avanzar en el desarrollo de un marco institucional que permita una mayor profundización bancaria con bajo riesgo de crisis financieras que favorezca tanto a prestamistas como a prestatarios y a la economía colombiana en general.

Los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo demuestran que desde 2000, los industriales han aumentado la participación del crédito bancario dentro de su estructura de financiamiento año tras año. Sin embargo, aún se encuentran muy concentrados en plazos cortos que dificultan las inversiones en innovación y desarrollo. Además, existen limitaciones para las pequeñas empresas -y también para las medianas- para acceder a créditos en el sistema financiero por lo que tienen que recurrir a los proveedores, lo que aumenta los costos y reduce las posibilidades de expansión. Hay que resaltar que en los últimos cinco años ha aumentado el porcentaje de empresas que se endeuda con el sistema financiero para financiar nuevas inversiones a la vez que se ha reduci-

do aquel que lo hace para cubrir el capital de trabajo. Si bien en la actualidad, el 60% de los encuestados por Fedesarrollo espera solicitar créditos en los próximos seis meses, aún existe incertidumbre sobre el futuro de la economía que inhibe su demanda. Es importante avanzar en la consolidación de la recuperación económica para fortalecer la demanda de crédito por parte del sector productivo.

A pesar del aumento constante en la liquidez de la economía, la oferta de crédito tiene un limitante fundamental. El financiamiento del déficit fiscal absorbe recursos de los establecimientos de crédito que podrían destinarse al financiamiento de actividades productivas a cargo del sector privado. Este fenómeno, conocido en la literatura económica como *crowding out* o efecto desplazamiento, se evidencia al estudiar las cuentas financieras que construye el Banco de la República. Aunque la información está disponible únicamente hasta 2001, es claro que mientras que el gobierno general pasó de tener una actividad neutra en términos de títulos en 1990 a registrar un resultado neto de 6% del PIB en pasivos por concepto de títulos, las instituciones financieras se convirtieron en grandes tenedores de títulos en detrimento de la colocación de préstamos. De acuerdo con la Superbancaria, hoy las inversiones en títulos de deuda pública superan el 20% del activo de los bancos nacionales y equivalen al 35% de su cartera total, mientras que en 1997 representaban sólo el 8% de los préstamos. Así, la recuperación de la profundización financiera pasa por un ajuste en las finanzas públicas que reduzca la demanda por recursos financieros por parte del gobierno.

Además, habría que avanzar en materia institucional en diferentes frentes. Se necesita eliminar los controles a los flujos de capitales que han probado ser inefectivos para controlar la apreciación del peso pero, de acuerdo con la evidencia empírica, podrían restringir el endeudamiento privado. Así mismo, es primordial eliminar el gravamen a los movimientos financieros que impide una adecuada intermediación y reduce los recursos disponibles para el financiamiento. Finalmente, Colombia debe lograr una mayor protección a los acreedores y un marco regulatorio que incentive un mayor crecimiento del crédito.

Con una demanda de crédito más sólida y una mayor disponibilidad de recursos para oferta de préstamos respaldada por un marco institucional adecuado, se puede lograr la meta de incrementar la cartera a 31% del PIB en 2010. De acuerdo con el modelo de Fedesarrollo, Colombia alcanzará un crecimiento del producto de 4,6% anual en 2010. Sin embargo, bajo un escenario positivo en que se logren avances concretos en el tema de seguridad y se cumplan las metas planteadas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo, se podría lograr una tasa de crecimiento de 5,7% en 2010; pero si adicionalmente se logra recuperar la tendencia de largo plazo de profundización financiera, se alcanzaría un crecimiento del producto superior a 6% para ese año.

Índice de Confianza del Consumidor continúa en ascenso

El Índice de Confianza del Consumidor creció en mayo 0,7 puntos respecto al mes anterior y 1,6 puntos respecto al mismo mes de 2004, para ubicarse en 14,1. A pesar de ser el nivel más alto en tres meses, el índice se ha mantenido relativamente estable desde el año pasado pues ha oscilado en niveles cercanos a 13 sin mostrar tendencias fuertes en ninguna dirección. De hecho, como lo muestra el Gráfico 1, el promedio para lo que va corrido del año es de 13,9, muy inferior al promedio para el mismo periodo de 2004 (16,1) pero similar al de ese año completo (13,2). En el Gráfico 2 se presentan los resultados del ICC desagregados por estratos socioeconómicos. Los consumidores de clase alta han mostrado en el pasado un optimismo mayor que el de los pertenecientes a estratos medios y bajos. Por ejemplo, el índice de confianza para los consumidores del estrato más alto de la población, fue el primero en entrar definitivamente en terreno positivo a mediados de 2002, mientras que los de clases media y baja lo hicieron aproximadamente un año más tarde. Asimismo, el promedio para 2004 del índice de los consumidores de estratos altos fue 19,5, seguido del índice de clase media (18,8) y muy alejado de ellos, el de clase baja con un promedio anual de 9,9. Este año por su parte, la evolución de la confianza por estratos socioeconómicos ha sido bastante heterogénea. El ICC para clase alta alcanzó en enero uno de los niveles más elevados de la serie (29,5) y desde entonces ha descendido persistentemente para ubicarse en mayo en 11,7. Por su parte, el ICC para clase media se ha mantenido muy estable alrededor de 13 puntos desde enero y el índice de clase baja ha tenido una tendencia ascendente. Particularmente en mayo, el nivel de confianza de los estratos medios y bajos superó el de los estratos altos pues registraron niveles de 13 y 12,3 respectivamente.

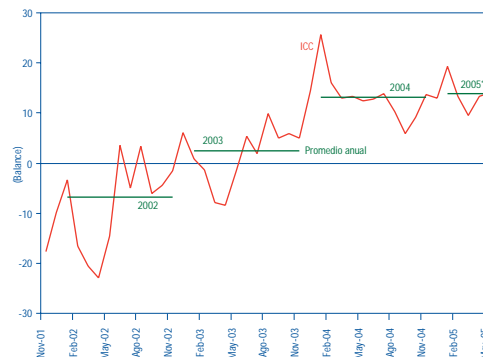
Resultados mixtos para el desempeño del hogar y del país

El balance de la pregunta que indaga sobre la situación actual al interior del hogar disminuyó de 35 en abril a 34,2 en mayo que se ubica por encima del 30,8 de un año atrás. Por su parte, el porcentaje neto de personas que considera que la economía del país atraviesa por buenos tiempos, creció de 4,7 a 6,2, aunque es menor al observado en mayo de 2004 (8,1). Las expectativas sobre estas mismas variables no son tan alentadoras. El porcentaje neto de encuestados que cree que van a tener mejores condiciones económicas al interior del hogar durante los próximos doce meses, aumentó de 2,6 a 3,7 muy superior al -1,5 del mismo mes del año anterior. Sin embargo, el balance de la pregunta que cuestiona sobre las perspectivas frente al desempeño del país, se contrajo de 11 a 3,8 muy inferior al nivel de un año atrás (15,7). Con ello, el Índice de Expectativas del Consumidor cayó de 16,9 a 14,7 que está por debajo del 18,8 alcanzado en mayo de 2004.

Máximos históricos para el consumo de bienes durables

En mayo se observó nuevamente un crecimiento excepcional en la disponibilidad a comprar bienes durables, automóviles y vivienda (Gráfico 3).

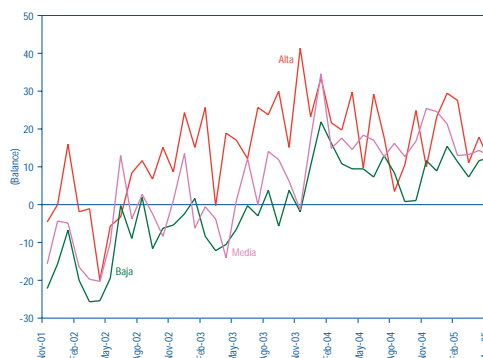
Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR (ICC)



* Promedio enero-mayo.

Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Inveram.

Gráfico 2
ÍNDICE DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)
POR ESTRATOS



Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Inveram.

Gráfico 3
DISPONIBILIDAD PARA COMPRAR BIENES DURABLES,
AUTOMÓVIL Y VIVIENDA



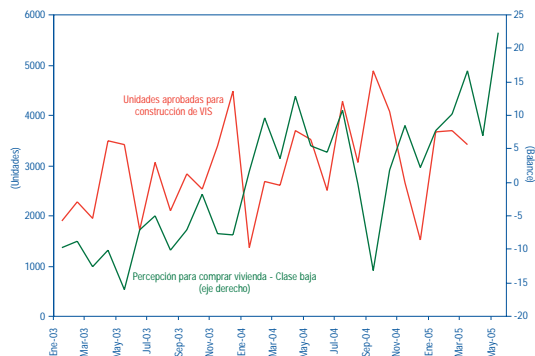
Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Inveram.

El balance de la pregunta sobre las condiciones para adquirir bienes para el hogar como muebles o electrodomésticos, alcanzó el nivel más alto de la serie pues se incrementó de 13,4 a 22,4 mientras que un año atrás fue 9. Asimismo, el balance de la pregunta que cuestiona a los consumidores si creen que mayo fue un mes apropiado para comprar automóvil, registró un crecimiento espectacular de 17,3 puntos al aumentar de -33,8 a -16,5, que rompe el rango entre -55 y -30 en el que se había mantenido desde que comenzó la encuesta. De la misma forma, el balance de la pregunta sobre la percepción para comprar vivienda fue 21,1, casi igual al máximo histórico alcanzado en marzo (21,3). Este resultado muestra una recuperación importante después de la contracción registrada en abril cuando el balance cayó a 7,2 y además se ubica bastante por encima de lo observado un año atrás (14). Al parecer, este comportamiento ha sido impulsado por una perspectiva más optimista de los consumidores de clase baja para comprar vivienda. Por esto, si bien el crecimiento de la construcción en los últimos años ha estado liderado principalmente por la edificación de vivienda para estratos altos, es posible que este año la construcción de VIS haya empezado a tener una mayor importancia. Como se ve en el Gráfico 4, la disponibilidad de los estratos bajos para adquirir vivienda anticipa el comportamiento de las unidades aprobadas para la construcción de VIS. Los resultados de la encuesta señalan que probablemente durante abril y mayo se dinamizó la construcción de VIS, de manera que se mantuvo la tendencia de los primeros tres meses del año, cuando se registraron niveles de licencias que rodean las 3.500 unidades aprobadas mensuales.

Condiciones económicas de los hogares son favorables

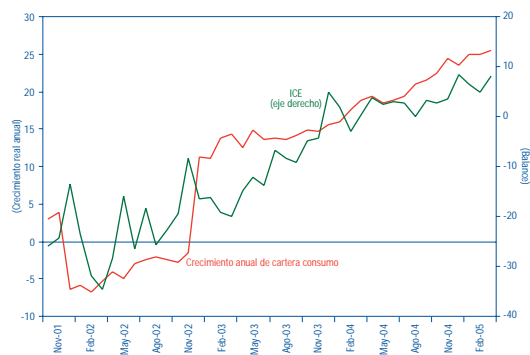
Por todo lo anterior, el Índice de Condiciones Económicas alcanzó el nivel más alto de la serie en mayo al incrementarse de 8 a 13 (un año atrás esta cifra fue 3,8). En el Gráfico 5 se observa que la variación anual de la cartera de consumo tiene una relación estrecha con el ICE, pues al parecer los consumidores han sustentado sus percepciones sobre las condiciones para adquirir bienes durables con una mayor demanda de créditos para financiar su compra. La cartera de consumo presenta tasas de crecimiento anuales superiores a 20% real, acompañadas de variaciones positivas en el ICE. Esto ha coincidido con una leve recomposición entre crédito formal e informal. El porcentaje neto de encuestados que respondió que había solicitado un préstamo a alguna entidad financiera, aumentó de -51,5 en abril a -47,7 en mayo, superior al -54,3 de doce meses atrás. Sin embargo, cabe resaltar que al mantenerse en terreno negativo aún refleja que más consumidores prefieren no endeudarse o usar mecanismos alternativos al crédito formal. De hecho, como muestra el Gráfico 6, el balance de la pregunta sobre solicitud de préstamos a algún familiar o conocido siempre ha sido mayor que el que refleja la demanda de crédito formal. Sin embargo, el primero se ha contraído desde mediados del año pasado y en mayo cayó 11,8 puntos para ubicarse en -36,5, el nivel más bajo de la serie. Esto puede estar influenciado por el comportamiento de las tasas de interés al crédito de consumo, que en promedio para los tres primeros meses de este año fue 25,23% inferior al de todo 2003 (26%) y todo 2002 (28,45%).

Gráfico 4
CONSTRUCCIÓN DE VIS



Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Invamer y DANE.

Gráfico 5
ÍNDICE DE CONDICIONES ECONÓMICAS (ICE) Y
CARTERA DE CONSUMO



Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Invamer y Superbancaaria.

Gráfico 6
SOLICITUD DE PRÉSTAMOS



Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Invamer.

Confianza de los industriales se contrajo en abril

El Índice de Confianza Industrial (ICI) cayó de 6 en marzo a 3 en abril, con lo que se ubicó por debajo de lo observado en el mismo mes del año anterior (8). El cálculo preliminar de Fedesarrollo sugiere que para mayo, el ICI alcanzará por primera vez desde noviembre de 2003 un nivel negativo de 3 (Gráfico 1).

La contracción en el ICI de abril se dio de manera generalizada, independiente del tamaño de empresa. Para las empresas grandes, el índice cayó de 9 en marzo a 4 en abril, que se ubicó muy por debajo del 11,6 del mismo mes de 2004. Este comportamiento fue liderado por la contracción de las expectativas de los grandes empresarios respecto a su producción en los próximos tres meses pues el balance de esta pregunta disminuyó 9 puntos. Asimismo, el ICI para las PYMES, cayó de 4 a 1, superior al nivel observado doce meses atrás (-1,3), ya que los balances de las preguntas acerca del nivel de existencias y pedidos aportaron de forma negativa al índice (Gráfico 2).

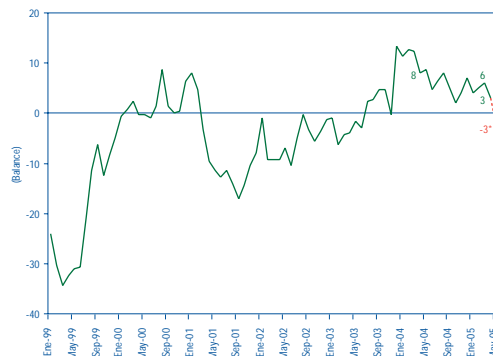
Producción industrial se recupera en abril pero pudo desacelerarse en mayo

El DANE reportó en el mes de abril que la producción industrial tuvo una recuperación importante al registrar la tasa de crecimiento anual más alta en nueve meses (10,96% real). Este comportamiento estuvo acompañado de un aumento de 6,45% en las horas promedio trabajadas en el mes por el personal de producción, que no se alcanzaba desde mediados de 2003. Esto señala que las empresas aumentaron su producción con una mayor utilización de la mano de obra disponible sin incrementar el número de empleados en sus plantas de producción. De hecho, el índice de empleo de la industria manufacturera creció únicamente 0,77% en abril. Probablemente, los industriales percibieron el incremento en los requerimientos de producción como un fenómeno transitorio por lo que decidieron enfrentarlo con un nivel de factores de producción relativamente fijo. En el Gráfico 3 se observa que el balance de la pregunta sobre el nivel de pedidos en el mes de marzo anticipó este comportamiento positivo de la producción industrial. Así, el balance de esta pregunta en abril, sugiere que el dinamismo industrial pudo moderarse en mayo, ya que apenas aumentó de -15,6 a -14,7, y sigue por debajo de los niveles alcanzados en 2004 (el promedio para ese año fue -12,25). Además, la pregunta sobre la perspectiva de producción para los próximos tres meses no tuvo resultados favorables y fue la que motivó la contracción del índice de confianza general. El porcentaje neto de industriales que considera que la producción aumentará en los próximos tres meses, disminuyó de 36,6 a 34,7 que está por debajo de lo observado en abril del año pasado (37,7).

Cae el optimismo de las empresas exportadoras

En el mes de abril se incluyó una pregunta de frecuencia trimestral, que indaga sobre diferentes condiciones implícitas en la actividad exportadora.

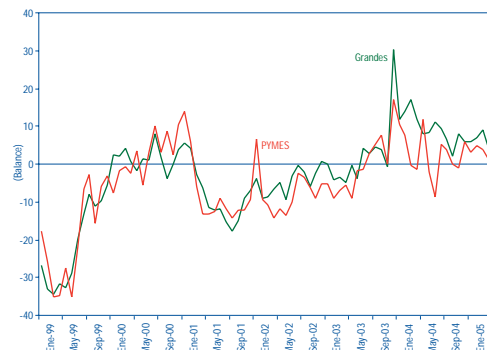
Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL



* Proyectada para mayo.

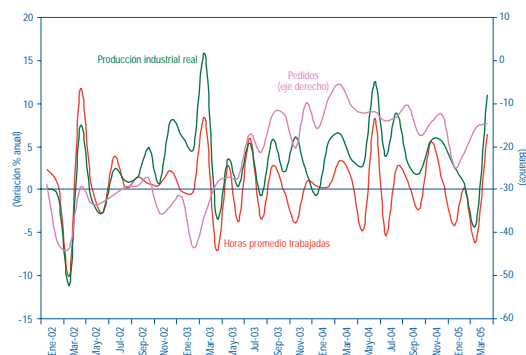
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial, (E.O.E.) de Fedesarrollo.

Gráfico 2
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL
POR TAMAÑO DE EMPRESA



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

Gráfico 3
CRECIMIENTO FAVORABLE DE LA
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL



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

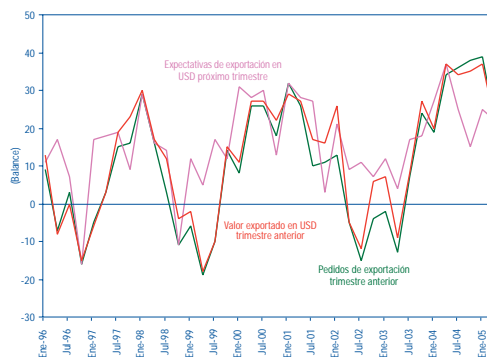
El porcentaje neto de empresarios que considera que el número de pedidos para exportación aumentó en los últimos tres meses (periodo de febrero a abril), se contrajo de 39 en enero (nivel más alto de la serie), para ubicarse a 22 en abril, inferior a lo que se observó en el mismo mes de 2004 (34). Igualmente, cuando se les preguntó si el valor exportado en dólares aumentó durante el trimestre respecto a los tres meses anteriores, el balance de la pregunta se contrajo de 37, nivel más alto de la serie, a 22. Sin embargo, gracias a que aún se encuentra en un nivel favorable, indica que son más los empresarios que perciben aumentos en el valor de las exportaciones, impulsados probablemente por el aumento de la demanda y la estabilidad de los últimos meses en la tasa de cambio que ha permitido la recuperación de la rentabilidad de la actividad. De hecho, el balance de la pregunta acerca de la rentabilidad de la actividad exportadora aumentó de -72 a -47. No obstante, las expectativas de los encuestados frente a las exportaciones en dólares durante el periodo siguiente -comprendido entre mayo y julio- se moderaron ligeramente al caer 3 puntos (Gráfico 4).

La mayoría de los exportadores (44%) considera que el principal obstáculo que enfrenta su empresa para mantener sus ventas en los mercados internacionales es un alto nivel de precios frente a sus competidores. Este tema ha sido resaltado por muchos analistas que afirman que los costos de los insumos necesarios para exportar, en especial los financieros, son demasiado altos en nuestro país. Esto causa que muchos exportadores pierdan margen de maniobra a la hora de competir en otros mercados. Los exportadores identificaron otros factores negativos en su actividad asociados a las preferencias arancelarias a favor de los competidores y una red inadecuada de mercadeo. Finalmente, muy pocos exportadores consideraron que aquellos factores que tienen relación con el desempeño de sus productos o servicios tales como, la calidad, la demora en entrega de pedidos o el incumplimiento de normas técnicas o ambientales, tengan un efecto negativo importante en la competitividad a nivel internacional (Gráfico 5).

El ICCO sugiere una desaceleración en las ventas manufactureras durante mayo

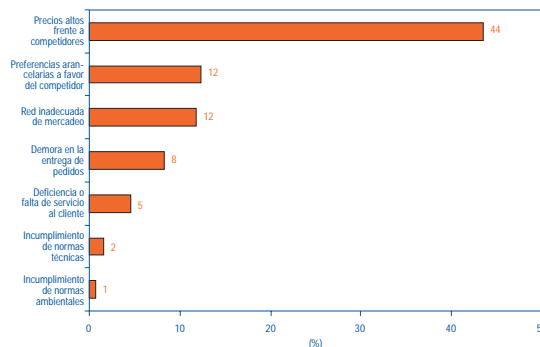
El Índice de Confianza Comercial (ICCO), se contrajo en abril de 19 a 17 que se ubica por debajo de lo observado en el mismo mes del año anterior (19). Por su parte, los resultados de las preguntas sobre el desempeño de los negocios en abril, fueron bastante favorables. El balance de la pregunta que compara las ventas durante abril con respecto al mismo mes del año anterior aumentó de -10,8 a 22,6 y el porcentaje neto de encuestados que opina que sus ventas crecieron respecto a marzo, se incrementó de -11 a 29,5. El Gráfico 6 muestra que el ICCO anticipa el comportamiento de las ventas de la industria manufacturera reportadas por el DANE. Por ejemplo en abril, las ventas registraron el crecimiento anual más alto desde junio de 2004 (9,35% real), justo después de que en marzo el ICCO rompió significativamente con una tendencia descendente. Por esto, dado que el ICCO cayó este mes, es posible que en mayo no se mantenga el resultado excepcional obtenido en abril. De hecho, a pesar de que el balance de la pregunta sobre las expectativas de ventas para el mes de mayo registró un incremento de 2,6 a 27,6, aún se mantiene por debajo del promedio observado en 2004 (30,7).

Gráfico 4
RESULTADOS DE EMPRESAS EXPORTADORAS



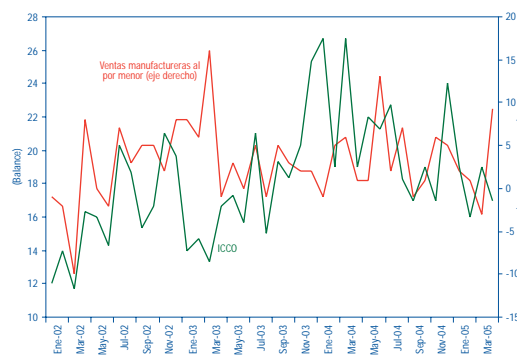
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial, (E.O.E.) de Fedesarrollo.

Gráfico 5
OBSTÁCULOS PARA LA ACTIVIDAD EXPORTADORA
(% de encuestados)



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

Gráfico 6
ÍNDICE DE CONFIANZA COMERCIAL (ICCO)
Y VENTAS AL POR MENOR



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

Encuesta de Opinión Financiera (EOF)

El pasado mes de mayo, Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia comenzaron la implementación de la primera Encuesta de Opinión Financiera que se realiza en Colombia. Con ella se consultará mensualmente a los administradores de portafolios de inversión sobre sus perspectivas macroeconómicas para el semestre siguiente y sobre sus expectativas de inversión para el próximo mes. Los resultados de esta encuesta están llamados a convertirse en un referente obligado para anticipar las tendencias de la economía y de los mercados financieros y para tomar decisiones de inversión.

En los últimos años, en Colombia se han desarrollado algunos indicadores que con base en encuestas permiten medir "el pulso" de la economía y por lo tanto ofrecen información relevante que alimenta los mercados financieros. Fedesarrollo ha sido parte esencial de este proceso. La Encuesta de Opinión Empresarial con más de 30 años de historia ofrece información relevante sobre la situación económica de la industria y del comercio. Con la implementación de la Encuesta de Confianza del Consumidor en noviembre de 2001, Fedesarrollo incursionó en la medición de indicadores de la demanda de la economía con base en las percepciones de los hogares. Las encuestas de opinión a empresarios y comerciantes ofrecían buenos indicios sobre el comportamiento de la oferta pero hacía falta complementarlas con información similar asociada a la demanda. Pronto, la Encuesta de Confianza del Consumidor se posicionó como el indicador de demanda más preciso de la economía colombiana que guía las tendencias del consumo privado y permite conocer de manera oportuna su evolución, particularmente en momentos como el actual, cuando se presentan grandes rezagos en la publicación de la información oficial sobre la actividad económica.

En Colombia la información sobre las expectativas para las principales variables macroeconómicas es bastante limitada. Existen entidades internacionales que consultan las proyecciones de crecimiento económico, inflación y devaluación de analistas locales y extranjeros y las compilan en informes mensuales como *Latin Focus* o *Latin American Consensus Forecasts*. El Banco de la República realiza una encuesta mensual sobre pronósticos de inflación y tasa representativa del mercado entre cerca de 35 bancos y sociedades comisionistas de bolsa. También, trimestralmente consulta la opinión de altos funcionarios de empresas en Bogotá, Medellín, Cali y Barranquilla sobre las tendencias esperadas de la inflación, los incrementos salariales, la liquidez y la disponibilidad de crédito, las tasas de interés y la tasa de cambio y el crecimiento económico y el empleo. Estas encuestas están diseñadas para que el banco central ajuste sus políticas basado en las expectativas de los agentes económicos, pero dejan de lado diversos aspectos macroeconómicos y financieros de gran interés para el mercado.

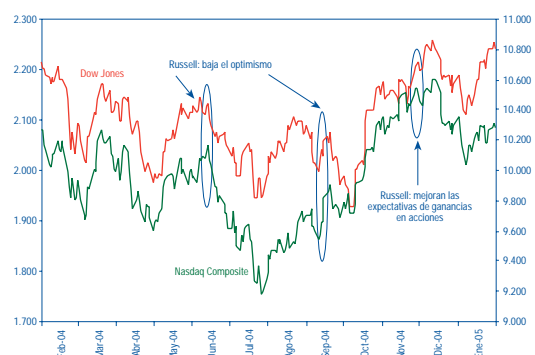
Si para el caso de las expectativas macroeconómicas la información es escasa, tratar de pronosticar los movimientos en los precios de los activos que se transan en el mercado financiero colombiano es una tarea difícil que hoy se realiza en Colombia con información insuficiente y con mucha más intuición que técnica. La información sobre las ofertas de diversos títulos es bien conocida pero lo que realmente determina los precios de los activos es el nivel de la demanda. El apetito de los inversionistas guía las tendencias de los mercados y determina que un título gane o pierda valor de un momento a otro. Por ese motivo, para anticipar y para evaluar las tendencias en los mercados financieros algunas entidades que participan en el mercado mundial como Merrill Lynch y otras independientes como Russell han desarrollado encuestas a los administradores de portafolios de inversión en Estados Unidos y Europa. En el Gráfico 1 se observa que estas encuestas se han consolidado de manera que sus resultados tienen impacto en las tendencias de los índices de las bolsas como NASDAQ y Dow Jones.

Concientes de la necesidad de profundizar el mercado de capitales colombiano y del gran aporte que la información puede hacer en ese campo, Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia unieron esfuerzos para desarrollar e implementar la Encuesta de Opinión Financiera. A continuación se describe el diseño de la muestra de entidades seleccionadas para responder la encuesta y el cuestionario de la EOF-BVC-Fedesarrollo y se resumen los primeros resultados.

¿Quién responde la EOF?

Con base en la información que suministra periódicamente las Superintendencias Bancaria y de Valores, Fedesarrollo construyó una muestra de agentes del mercado de capitales colom-

Gráfico 1
EXPERIENCIA INTERNACIONAL CON EOF:
IMPACTOS EN EL MERCADO



Fuente: Russell's Quarterly Survey of Managers and Their Views of the Market.

biano. Son 56 entidades que pertenecen a 5 grupos: i) bancos, corporaciones financieras y bancos de segundo piso, ii) aseguradoras, iii) fondos de pensiones y cesantías, iv) fondos de valores y fiduciarias y v) entidades vigiladas por la Superintendencia de Valores. La concentración del mercado colombiano permite obtener un altísimo nivel de representatividad en términos de recursos administrados con un número de entidades encuestadas relativamente pequeño. Es decir, al consultar la opinión del 25% de los agentes del mercado se obtiene información sobre el 88% de los recursos administrados. En cada entidad responderá la encuesta quien está encargado de tomar las decisiones de inversión o sea vicepresidentes de inversiones, gerentes de tesorería, directores financieros, etc.

El diseño de la muestra permite tener representatividad por grupos de entidades. Las entidades escogidas dentro de cada grupo manejan entre el 80% y el 100% de los recursos administrados por el grupo al que pertenecen, de manera que se garantiza que se incluyen los agentes más importantes que determinan las tendencias del mercado. Por ejemplo, en el grupo i) bancos, corporaciones financieras y bancos de segundo piso, se logra cubrir el 82% de los recursos con 16 encuestas. En el caso específico de las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías, la EOF alcanzará la totalidad de los participantes. En el Gráfico 2 se muestra que la distribución de los tipos de agentes dentro de la muestra de la EOF replica de manera satisfactoria la composición real del mercado de capitales colombiano.

¿Cómo es la EOF?

El cuestionario de la Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo consta de 20 preguntas de selección múltiple y se divide en dos secciones: Expectativas Macroeconómicas y Ex-

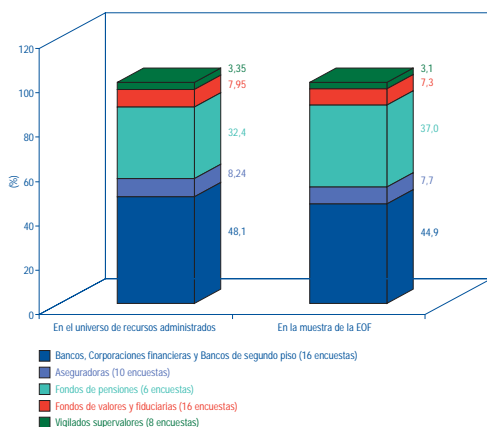
pectativas de Inversión. La EOF se realizará entre el día 23 y el día 30 de cada mes vía Internet a través de una plataforma tecnológica que implementa Invamer-Gallup, cuya tradición y experiencia la han hecho líder en el proceso de captar las percepciones de los colombianos. El proceso de recopilación, procesamiento y análisis de los resultados ofrece absoluta confiabilidad.

La sección de Expectativas Macroeconómicas incluye 8 preguntas, 5 de ellas indagan sobre las expectativas de los administradores de los portafolios para los próximos 6 meses. Se toma como punto de referencia los niveles actuales de la tasa de intervención del Banco de la República, la inflación, el peso colombiano, el *spread* de la deuda pública colombiana y el crecimiento de la economía y se le pide al encuestado que responda cómo espera que evolucione cada una de esas variables durante el próximo semestre. Esta información es útil para quienes toman las decisiones privadas de inversión y para quienes manejan las políticas públicas en el país. Para el caso de Alemania los resultados de la encuesta ZEW –a los 300 principales administradores de fondos- anticipan con gran exactitud la evolución de las variables macroeconómicas. Las tres preguntas restantes buscan establecer la percepción de los inversionistas sobre la política monetaria, la valoración del mercado de acciones colombiano y las principales preocupaciones a la hora de invertir en títulos denominados en pesos.

Hay 11 preguntas sobre Expectativas de Inversión. El principal objetivo de esta sección es medir la demanda por diferentes títulos en el mercado financiero durante el próximo mes. En ese sentido, el grueso de las preguntas busca conocer si el administrador del portafolio aumentará, mantendrá igual o disminuirá su posición en un activo determinado. Estos son: TES de corto plazo (tasa fija, menor a tres años) TES de largo plazo (tasa fija, mayor a tres años), acciones colombianas, bonos de deuda pública colombiana emitidos en moneda extranjera, inversiones en renta fija en dólares, inversiones en renta fija en otras monedas, bonos indexados a la DTF y bonos indexados a la inflación. Además, se pregunta sobre la evolución en el tamaño y la duración del portafolio durante el próximo mes y sobre la posición actual de efectivo. La última pregunta se utiliza para clasificar al encuestado en alguno de los grupos de la muestra.

Los resultados de la encuesta se presentan en porcentaje de respuestas y se calcula un balance o porcentaje neto que es el resultado de restar el porcentaje de encuestados que opina que la variable en cuestión disminuirá de aquel que considera que aumentará. Esta información alimentará el debate económico en el país y le permitirá a los inversionistas compararse con el consenso del mercado y adaptar sus decisiones de inversión durante el mes. A medida que pase el tiempo, la extensión de las series permitirá derivar productos atractivos, como índices de aversión al riesgo, activos preferidos, y otros que podrán contribuir

Gráfico 2
PARTICIPACIÓN PORCENTUAL POR TIPO DE ENTIDAD



Fuente: Cálculos Fedesarrollo con base en Superbanca y Supervalores

profundizar el mercado de capitales colombiano y a mejorar la calidad de los servicios que prestan sus integrantes.

Los primeros resultados: Mayo de 2005

Los analistas financieros perciben de manera casi unánime (93%) que la política monetaria actualmente es expansionista. Sin embargo, la mayoría de ellos (79%) confía en que aún la expansión monetaria no constituye una amenaza para las metas de inflación pues considera que en los próximos 6 meses la inflación disminuirá o se mantendrá constante. De la misma manera, 64% de los encuestados no espera variaciones en la tasa de intervención del Banco de la República. No obstante, de aquellos analistas que opinan que las tasas van a variar (35%), son más quienes creen que la intervención será de tipo contractionista pues el porcentaje neto de los encuestados que piensa que las tasas de intervención aumentarán en los próximos 6 meses es 7%. Es decir, el mercado espera que de presentarse una política activa sobre las tasas de interés por parte de la autoridad monetaria en los próximos meses, sería motivada más por presiones inflacionarias que para controlar a la apreciación. De hecho, el porcentaje neto de inversionistas que considera que el peso se depreciará en los próximos 6 meses alcanzó 50% (Cuadro 1).

El 79% de los encuestados cree que el *spread* de la deuda colombiana aumentará en los próximos seis meses. Los administradores de portafolios respondieron que su mayor preocupación a la hora de invertir en activos denominados en pesos colombianos es la política fiscal (29%) seguida de la política monetaria (26%) y en último lugar se encuentra el crecimiento económico (17%). De hecho, a pesar de que el porcentaje neto de analistas que considera que el crecimiento económico se desacelerará respecto al último año fue 14%, 71% de los encuestados manifestó que se mantendrá constante con relación a 2004.

En su mayoría, los administradores de fondos de inversión incluidos en la encuesta pretenden mantener constantes sus

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

	(+)	(=)	(-)	% neto
Tasa de interés Banco de la República	21	64	14	7
Inflación	21	24	55	-34
Tasa de cambio*	67	17	17	50
<i>Spread</i>	79	12	10	69
Crecimiento económico	7	71	21	-14

(+): Aumentará; * Depreciación.

(=): Se mantendrá constante.

(-): Disminuirá; * Apreciación.

Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC - Fedesarrollo.

posiciones en los títulos que conforman sus portafolios durante el próximo mes, a excepción de la que corresponde a los TES de corto plazo. El 48% de los analistas respondió que aumentará su posición en TES de corto plazo mientras que el 50% afirmó que no variará sus inversiones en los TES de largo plazo durante junio. Esto sugiere que los encuestados son cautelosos frente a los activos de largo plazo, y que posiblemente la incertidumbre que rodea la situación política y económica del país, los motiva a preferir títulos que a pesar de ofrecer menor rentabilidad tienen un desempeño más certero. De hecho, la mayoría de los administradores esperan una disminución en la duración de sus portafolios (Cuadro 2).

El 60% de los encuestados espera conservar constante su posición en acciones colombianas, el 24% disminuirla y el 17% aumentarla. Este comportamiento es consistente con los resultados de la encuesta en lo que tiene que ver con el nivel de valoración del mercado de acciones. El 43% de los analistas opinan que el mercado de acciones se encuentra en su precio justo, pero el porcentaje neto que piensa que está sobrevalorado es 15%. El 64% de los administradores de fondos mantendrá su posición en bonos de deuda pública colombiana emitidos en moneda extranjera. Sin embargo, la demanda por otras inversiones de renta fija en dólares puede crecer durante junio impulsada por las expectativas de una eventual apreciación de esta moneda en los próximos meses. Gracias a que los inversionistas esperan que las tasas de interés se mantengan constantes y que la inflación continúe con una tendencia descendente, el 50% de los encuestados no cambiará su posición en bonos indexados a la DTF y el 57% no lo hará para los bonos indexados a la inflación.

Cuadro 2
EXPECTATIVAS DE INVERSIÓN PARA EL PRÓXIMO MES
(% de respuestas)

	(+)	(=)	(-)	% neto
Cambio en la posición				
TES corto plazo	48	40	12	36
TES largo plazo	14	50	36	-22
Acciones	17	60	24	-7
Bonos deuda pública en m/e	12	64	24	-12
Bonos renta fija en dólares	38	50	12	26
Bonos renta fija en otras monedas	17	67	17	0
Bonos indexados al DTF	33	50	17	16
Bonos indexados a la inflación	29	57	14	15
Duración del portafolio	17	43	40	-23
Tamaño del portafolio	64	31	5	33

(+): Aumentará.

(=): Se mantendrá constante.

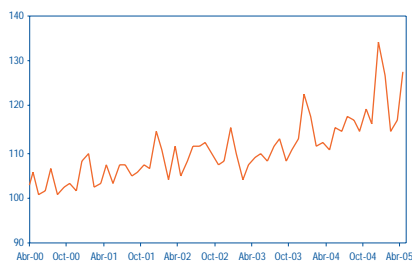
(-): Disminuirá.

m/e: moneda extranjera.

Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC - Fedesarrollo.

Sector real

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

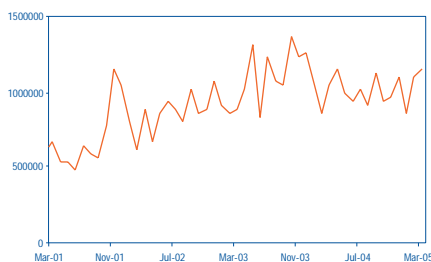


* Serie desestacionalizada.

Fuente: DANE.

Fecha	ICP	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (abril 2005)	127,7	9,3	15,4
Dato anterior (marzo 2005)	116,8	1,8	4,5

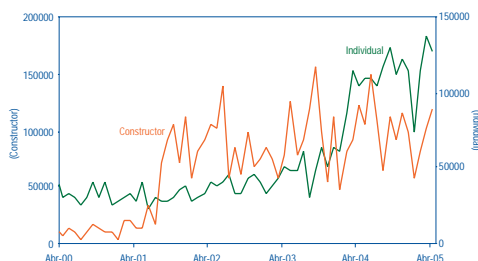
LICENCIAS DE CONSTRUCCIÓN
(Metros cuadrados, marzo de 2005)



Fuente: DANE (licencias), ICPC (despachos de cemento).

Fecha	Licencias de construcción	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (marzo 2005)	1.156.775	5,7	10,1
Dato anterior (febrero 2005)	1.094.253	25,7	25,9
Fecha	Producción de cemento (Ton)	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (marzo 2005)	644.028	2,4	28,7
Dato anterior (febrero 2004)	629.223	16,9	34,3

PRÉSTAMOS APROBADOS CONSTRUCCIÓN
(Millones de pesos)



Fuente: ICAV.

Fecha	Constructor	VM (%)	VAC* (%)
Dato actual (abril 2005)	118.071	16,1	4,4
Dato anterior (marzo 2005)	101.656	25,2	8,7
Fecha	Individual	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (abril 2005)	126.800	-7,0	23,0
Dato anterior (marzo 2005)	136.305	17,9	23,3

DESEMPEÑO DE LA INDUSTRIA
(marzo de 2005)

Descripción	Variación real anual	
	Producción	Ventas
Total con trilla	-3,80	-2,35
Total sin trilla	-3,96	-2,58
Principales sectores con variación de producción mayor al promedio		
Partes, piezas y accesorios para vehículos automotores	24,08	12,87
Maquinaria de uso general	18,52	14,67
Fabricación de otros tipos de equipo de transporte	17,67	23,54
Vehículos automotores y sus motores	17,39	17,60
Maquinaria y aparatos eléctricos	15,87	8,74
Otros productos textiles	8,35	-7,50
Fabricación de muebles	7,75	4,70
Vidrio y sus productos	3,68	-0,29
Productos lácteos	3,49	-0,12
Sustancias químicas básicas, fibras sintéticas y artificiales	2,85	3,73

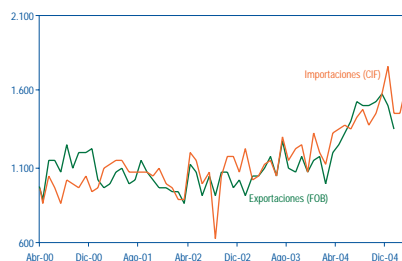
Principales sectores con variación de producción menor al promedio

Aceites y grasas; transformación de frutas, legumbres, hortalizas	-12,37	-8,29
Producción, transformación y conservación de carne y pescado	-12,84	-9,55
Otros productos de madera; corcho, cestería y espartería	-16,78	-18,49
Tejidos y artículos de punto y ganchillo	-17,74	-17,36
Hilatura, tejeduría y acabado de productos textiles	-19,16	-18,29
Aparatos de uso doméstico	-22,56	-10,29
Fabricación de calzado	-22,88	-9,71
Maquinaria de uso especial	-23,27	-12,38
Productos de tabaco	-28,16	-32,28
Servicios relacionadas con la impresión; materiales grabados	-34,33	-45,10

Fuente: DANE, Nueva Muestra Mensual Manufacturera.

Sector externo

COMERCIO EXTERIOR
(Millones de dólares)

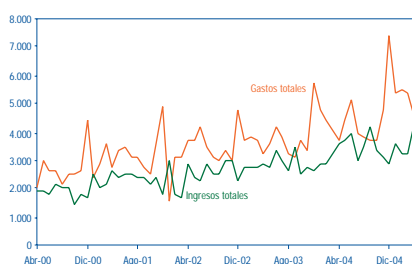


Fuente: DANE.

Fecha	Importaciones	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (enero-abril 2005)	6.400	1,9	28,4
Dato anterior (diciembre 2004)	1.759	10,5	20,8
Fecha	Exportaciones	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (enero 2005)	1.363	-9,9	15,4
Dato anterior (diciembre 2004)	1.512	-2,0	25,5
Fecha	Balanza comercial	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (enero 2005)	-4,6	96,5	-109,6
Dato anterior (diciembre 2004)	-132	-253,6	1.127,1

Situación fiscal

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

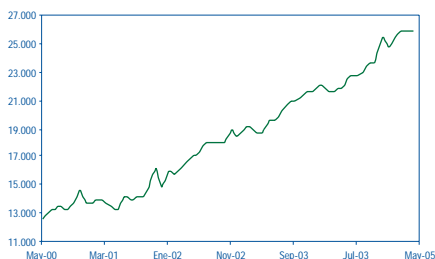


Fuente: Confis.

Fecha	Ingresos	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (abril 2005)	4.270	17,3	13,2
Dato anterior (marzo 2005)	3.221	0,5	11,5
Fecha	Egresos	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (abril 2005)	4.545	22,8	22,6
Dato anterior (marzo 2005)	5.339	32,5	22,5
Fecha	Déficit/superávit	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (abril 2005)	-275	-350,8	-51,1
Dato anterior (marzo 2005)	-2.118	-157,4	-46,8

Situación monetaria

M1 (Efectivo + Cuenta Corriente)* (Miles de millones de pesos)

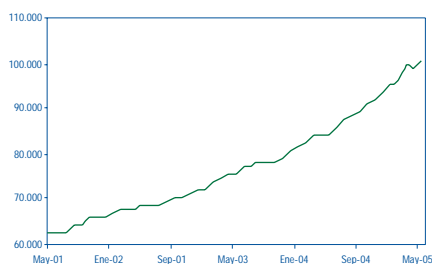


* Serie desestacionalizada.

Fuente: Banco de la República.

Fecha	M1	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (mayo 2005)	25.843	18,8	17,4
Dato anterior (abril 2005)	25.856	19,9	17,1

M3 (Medios de Pago Ampliados + Bonos)* (Miles de millones de pesos)



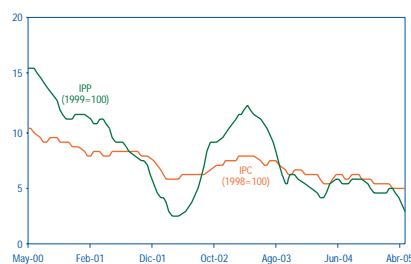
* Serie desestacionalizada.

Fuente: Banco de la República.

Fecha	M3	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (mayo 2005)	100.323	19,1	17,8
Dato anterior (abril 2005)	98.804	17,9	17,5

INFLACIÓN

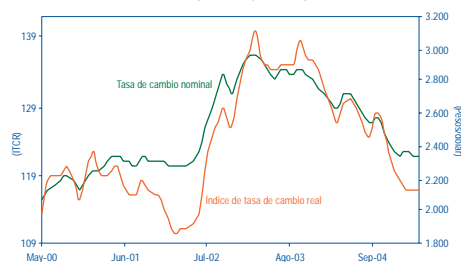
(Variación porcentual anual, mayo de 2005)



Fuente: DANE (IPC); Banco de la República (IPP).

Fecha (IPC)	VM (%)	VMA (%)	VAC (%)	VA* (%)
Dato actual (mayo 2005)	0,4	5,0	5,1	5,6
Dato anterior (abril 2005)	0,4	5,0	5,2	5,7
Fecha (IPP)	VM (%)	VMA (%)	VAC (%)	VA* (%)
Dato actual (mayo 2005)	0,1	3,0	4,2	4,9
Dato anterior (abril 2005)	-0,1	4,2	4,5	5,1

TASA DE CAMBIO

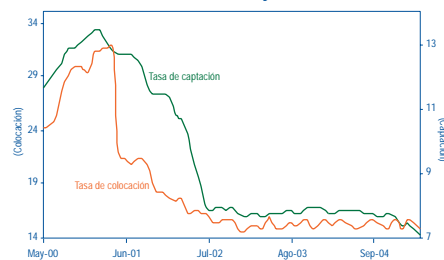


Fuente: Banco de la República.

Fecha	Índice de tasa de cambio real*	VMA (%)	VACO (%)
Dato actual (mayo 2005)	116,85	-9,9	-4,6
Dato anterior (abril 2005)	117,06	-7,6	-4,4
Fecha	Tasa de cambio nominal**	VMA (%)	VACO (%)
Dato actual (mayo 2005)	2.339	-14,0	-3,0
Dato anterior (abril 2005)	2.350	-11,0	-2,5

* No tradicionales IPP; ** Promedio mes.

TASA DE INTERÉS (Efectiva anual, mayo de 2005)



Fuente: Banco de la República.

Tasas de interés nominales	Mayo 2004	Abril 2005	Mayo 2005
Captación	7,8	7,3	7,1
Colocación	15,5	15,3	14,7
Tasas de interés reales			
Captación	2,3	2,2	2,0
Colocación	9,6	9,8	9,2

* 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