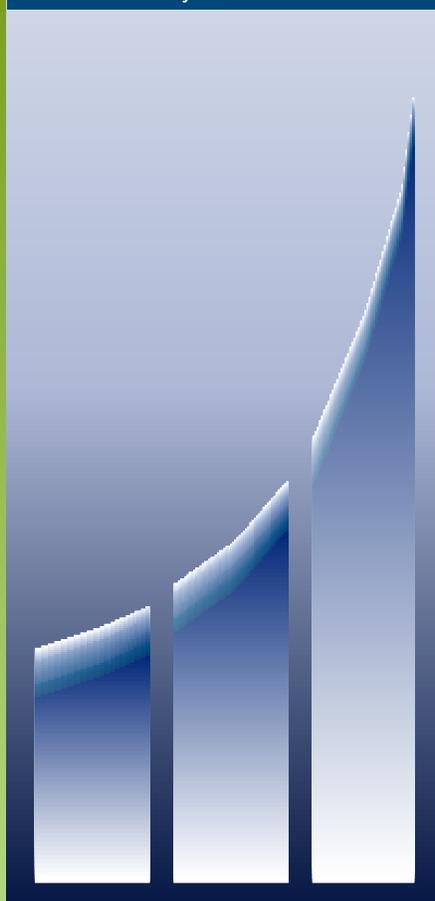


TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

61

Mayo de 2007



FEDESARROLLO

Director Ejecutivo
Mauricio Cárdenas S.

TENDENCIA ECONÓMICA

Directora
Natalia Salazar F.

Investigadores asistentes
Óscar Becerra C.
Carlos Felipe Prada L.

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

Editorial: Interpretando las medidas del 6 de mayo

Actualidad: La economía colombiana en 2007: perspectivas y riesgos de corto y mediano plazo

Encuesta de Opinión Financiera

Encuesta de Opinión del Consumidor

Encuesta de Opinión Empresarial

Indicadores Económicos

Interpretando las medidas del 6 de mayo

Avanza el año y las preocupaciones siguen concentradas en la inflación y la revaluación. No es para menos. La inflación en abril acumuló 4.11% y es de esperar que transcurran algunos meses antes de revertir la tendencia actual. Por su parte, las medidas del 6 y 23 de mayo pasado, sugieren que el Banco de la República y el Gobierno buscan desesperadamente mecanismos para frenar las entradas de capitales a la economía colombiana. Y no cabe duda de que la fuerte y rápida apreciación de la moneda ha comenzado a afectar, no sólo a los sectores exportadores, sino también a aquellas ramas de la producción nacional que compiten con las importaciones.

Cabe recordar que en 2006, la política monetaria se concentró en controlar las posibles presiones inflacionarias provenientes de la fuerte expansión de la demanda agregada, a través de cinco incrementos en la tasa de intervención que la llevaron de 6,25% en mayo a 7,5% en diciembre. De no haber cambiado las condiciones cambiarías a comienzos de 2007, el Banco habría podido seguir enfilando sus baterías hacia el control de la inflación, buscando cumplir con la meta impuesta para este año, posiblemente mediante aumentos adicionales en la tasa de las subastas de expansión monetaria, su principal instrumento de política bajo un esquema de inflación objetivo.

Pero lo sucedido en materia cambiaria entre enero y abril de 2007, indujo cambios importantes en la conducción de las políticas económicas. Los ingresos de la cuenta de capitales registraron un notable incremento en los primeros meses del año debido, primordialmente, a la privatización de importantes empresas del Estado. A ello hay que agregar que en los primeros meses del año, la inflación de alimentos se vio afectada por el fenómeno del Niño. En consecuencia, el manejo monetario y cambiario se comenzó a hacer cada vez más difícil, pues desde entonces el Banco ha buscado conseguir dos objetivos, el de cumplir la meta de inflación de 2007 y el de evitar una fuerte descolgada de la tasa de cambio. Ello, a través de dos mecanismos que pueden considerarse inconsistentes: aumentos en la tasa de intervención y compras masivas de dólares. En efecto, al comprar divisas, el Banco incrementa la liquidez del mercado, que al no poder ser esterilizada adecuadamente, puede resultar contraproducente para la evolución de los precios. Así mismo, al aumentar la tasa de intervención, se puede generar un estímulo a las entradas de capital, al producirse una ampliación del diferencial de rentabilidades interna-externa. De esta manera, en el primer cuatrimestre de 2007, el Banco aumentó la tasa de intervención, la cual pasó de 7,5% a 8,5%, y por otro lado, acumuló reservas internacionales por un monto de US\$ 4.527 millones.

Resulta preciso mencionar que hacia finales de abril, el Emisor abrió la ventanilla de contracción monetaria, redujo el cupo de

PATROCINADORES:



DAVIVIENDA



**Titularizadora
Colombiana**

repos de expansión y vendió parte de su portafolio de TES. A pesar de estos esfuerzos, en abril, la tasa de inflación acumuló 4,11% (porcentaje 0,11 puntos porcentuales superior a la meta intermedia para todo 2007) y la revaluación llegó a cerca de 5,72%, mostrando caídas hasta de 40 pesos en una sola semana.

En respuesta a ello, el 6 de mayo el Emisor adoptó medidas adicionales, en esta ocasión, de carácter administrativo. Por una parte, con el propósito de disminuir el fuerte incremento del crédito y, en última instancia, de moderar el dinamismo de la demanda agregada, estableció un encaje marginal no remunerado (27% para cuentas corrientes, 12,5% para depósitos de ahorro y 5% para los CDT con plazos inferiores a 18 meses). Por otra parte, con fines cambiarios, restableció el depósito al endeudamiento externo en un porcentaje de 40%, con un término para su restitución de 6 meses. Es preciso anotar que estas medidas han complementado las puestas en marcha desde comienzos del año. En efecto, en su reunión del 18 de mayo, el Banco hizo un nuevo incremento de las tasas de interés de 25 puntos básicos y no se puede descartar que haya intervenido en el mercado cambiario durante el quinto mes del año. Sin embargo, de haberse realizado, estas intervenciones han sido probablemente menores, en magnitud, frente a las registradas entre enero y abril. Adicionalmente, el 23 de mayo el Gobierno decidió que las inversiones de portafolio provenientes del exterior deben tener un depósito en el Banco de la República, en moneda local, equivalente a 40% del valor de la inversión. El mismo no tendrá remuneración, y el término previsto para su restitución es de 6 meses. Si el inversionista quiere sacra antes los recursos deberá pagar un porcentaje de descuento.

Infelizmente, hasta ahora, estas últimas medidas tampoco han surtido el efecto deseado, por lo menos desde el punto de vista de la tasa de cambio. Desde el lunes 7 de mayo hasta hoy, la tasa de cambio se ha reducido en 134 pesos. Por su parte, todavía es muy pronto para evaluar el impacto de la imposición del encaje marginal sobre el comportamiento del crédito, y en última instancia, sobre la demanda agregada y la inflación. Pero además, es preciso anotar que en opinión de Fedesarrollo, las medidas del 6 de mayo constituyeron un cambio de rumbo en la estrategia del Emisor, que genera inquietudes por lo menos en tres sentidos.

El primero está relacionado con la posibilidad de que el Banco de la República se aleje del esquema de inflación objetivo, el cual se había adoptado desde finales de 2001. Bajo este régimen monetario, el Banco Central envía señales al mercado a través de modificaciones en la tasa de intervención. Con ello, el Emisor pretende impactar las tasas de interés de mercado, y por esa vía, influir sobre la demanda agregada, logrando llevar la inflación a la meta que se ha impuesto. Teniendo esto en cuenta, es posible interpretar la imposición del encaje marginal sobre los depósitos del sector financiero como un reconocimiento por parte del Banco de la República de que los movimientos en la tasa de intervención no resultan suficientes para controlar la inflación, y en última instancia, como un alejamiento parcial

de los instrumentos propios del modelo de inflación objetivo. Cabe recordar que el control de los agregados monetarios y, especialmente, el control de la expansión secundaria de dinero realizada por los bancos comerciales, había dejado de ser parte del repertorio de la autoridad monetaria.

Bajo el esquema de inflación objetivo, la claridad sobre los instrumentos que utiliza el Banco de la República y la transparencia en su comunicación con el mercado son fundamentales para generar credibilidad y confianza en la política monetaria. Además, se han conocido propuestas como la de la posibilidad de abrir de cuentas corrientes y de ahorro en dólares, lo cual es equivalente a adoptar una dolarización parcial; como la de aplazar mediante medidas administrativas los reintegros de exportaciones y acelerar los pagos de importaciones; como la de la obligación para los fondos de pensiones de invertir una parte de su portafolio en papeles denominados en dólares, e inclusive se ha llegado a hablar de fijar la tasa de cambio. Algunas de estas propuestas, como la apertura de cuentas en dólares y la imposición de un régimen de tasa de cambio fija, representan en sí mismas cambios altamente inconvenientes por motivos que analizaremos en una futura edición y que tienen que ver con la pérdida de efectividad de la política monetaria como instrumento para estabilizar el ciclo económico en el país. Por su parte, obligar a los fondos de pensiones a invertir en dólares significaría que una parte importante del costo de la revaluación sería asumido por los afiliados que verían disminuido el rendimiento de sus ahorros pensionales y el valor de los mismos.

Por último, la tercera preocupación proviene del hecho de que no es posible saber con total certidumbre cuál va a ser el incremento final en las tasas de interés del mercado frente al conjunto de medidas adoptadas hasta el momento. En efecto, en el último año el Banco ha incrementado en diez ocasiones su tasa de intervención, que en total acumulan un aumento de 250 puntos básicos. Si bien la política monetaria ha comenzado a transmitirse (por ejemplo, la DTF aumentó de 6,8% en enero a 7,6% en mayo), ésta actúa con un rezago, según los propios cálculos del Banco, por lo que es de esperar mayores aumentos en las tasas del mercado en los meses que vienen. Así mismo, la restricción impuesta al endeudamiento externo, puede conllevar a un aumento de la demanda de las empresas por recursos en el mercado financiero doméstico, y de esta manera, ejercer una presión al alza en las tasas de interés domésticas. La restricción de la oferta de crédito, que en principio debe producir el encaje marginal, podría actuar en la misma dirección. Junto con ello, si la Superintendencia Financiera decide incrementar los requerimientos de provisiones por parte de los intermediarios financieros, ello podría acarrear también un encarecimiento del crédito.

Por lo tanto, las medidas recientes se traducirán en un incremento en las tasas de interés cercano a 200 puntos básicos. Debe, por lo tanto, enfatizarse en que el banco central producirá una moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda agregada, lo cual le permitirá contener las presiones inflacionarias actuales.

La economía colombiana en 2007: perspectivas y riesgos de corto y mediano plazo

El crecimiento de la economía colombiana durante 2006 (6,8%) fue el más alto de los últimos 30 años. Este resultado fue fruto de una favorable combinación de factores, entre los que se destacaron los elevados niveles de confianza en los consumidores y los inversionistas, que sumados al mayor gasto del Gobierno Nacional y un excelente comportamiento de la economía mundial, llevaron a un gran dinamismo de la demanda agregada que se incrementó en 9,6% en 2006.

Durante los primeros meses de 2007, la situación no parece haber cambiado mucho. En efecto, los indicadores líderes sugieren que los sectores que mostraron un mayor dinamismo durante 2006 continúan en una senda de crecimiento sostenido. Por ejemplo, en lo corrido del año hasta marzo, el índice de producción de la industria manufacturera y el de las ventas reales del comercio minorista, reportados por el Dane, acumulan variaciones anuales de 15,3% y 16,4%, mientras que el área licenciada para edificaciones aumentó en 22,4%. Los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, los cuales se presentan más adelante, también confirman este hecho. De la misma forma, los sectores agropecuario y minero, que exhibieron un crecimiento moderado en 2006, continúan rezagados en los primeros meses del presente año (Cuadro 1).

No obstante, vale la pena preguntarse qué tan sostenible es la tendencia de crecimiento que exhibe hoy en día la economía y cuáles son los mayores riesgos que puede enfrentar en el corto y mediano plazo. Con el fin de dar respuesta a estas preguntas, Fedesarrollo actualizó sus proyecciones macroeconómicas de corto y mediano plazo. En esta edición de *Tendencia* se presenta

un resumen de los principales supuestos y resultados de estos ejercicios de proyecciones y, además, se destacan los factores que jugarán un papel fundamental en el desempeño económico de los próximos cinco años.

Perspectivas para 2007

Como ya se mencionó, en lo corrido del año, varios indicadores muestran que las actividades que impulsaron el crecimiento económico de 2006 lo siguen haciendo en 2007. No obstante, el ejercicio de proyecciones estima que los resultados de este año, aunque se mantienen bastante positivos, no serán tan satisfactorios como los obtenidos en 2006. Parte de la explicación a este resultado se encuentra en que las proyecciones de Fedesarrollo contemplan una menor tasa de inversión privada y pública, fruto del aumento en las tasas de interés, la estabilización de la confianza de los consumidores e inversionistas y, por último, un comportamiento menos activo por parte del Gobierno en la formación de capital de la economía. Además, diferentes analistas esperan que los precios de los productos básicos comiencen a exhibir una tendencia decreciente como resultado de un suavizamiento en el ciclo de crecimiento económico mundial. Por otro lado, se considera que las tasas de crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia, Estados Unidos y Venezuela, serán inferiores a las observadas en los años anteriores. De otra parte, se espera un comportamiento favorable de la producción de carbón y petróleo (Cuadro 2).

La combinación de estos factores tendrá como consecuencia una tasa de crecimiento económico de 5,9% para 2007, la cual si bien es inferior a la de 2006, es altamente satisfactoria. Los sectores más dinámicos continuarán siendo la construcción, la

Cuadro 1
INDICADORES ECONÓMICOS 2007

| Indicador | Período | 2006 | 2007 |
|---------------------------------------------------------|---------------|----------|----------|
| Producción (Variación año corrido, %) | | | |
| Licencias de construcción - Área aprobada total | Enero-marzo | 15,0 | 22,4 |
| Índice de producción industrial (sin trilla de café) | Enero-marzo | 7,9 | 15,3 |
| Ventas reales del comercio minorista | Enero-marzo | 11,4 | 16,4 |
| Indicadores de confianza (promedio trimestral) | | | |
| Índice de Confianza del Consumidor (Balance) | Enero-marzo | 30,0 | 30,7 |
| Índice de Confianza Industrial (Balance) | Enero-febrero | 11,0 | 16,0 |
| Otras variables | | | |
| Desempleo nacional (% de la PEA) | Enero-marzo | 12,6 | 12,8 |
| Devaluación nominal (%) | Enero-abril | 3,98 | -5,72 |
| Inflación acumulada (%) | Enero-abril | 2,37 | 4,11 |
| Producción de Petróleo (miles de barriles diarios) | Enero-marzo | 529,5 | 518,5 |
| Producción de café (millones de sacos de 60 kg) | Enero-marzo | 2.652,5 | 2.770,3 |
| Exportaciones Petróleo (miles de toneladas métricas)* | Enero-febrero | 2.496,7 | 2.444,9 |
| Exportaciones Carbón (miles de toneladas métricas) | Enero-febrero | 11.800,2 | 10.980,9 |
| Exportaciones Ferróniquel (miles de toneladas métricas) | Enero-febrero | 23,9 | 7,8 |

* Incluye derivados.

Fuente: DANE, Ecopetrol, Federación Nacional de Cafeteros, Banco de la República y Fedesarrollo.

Cuadro 2
PRINCIPALES SUPUESTOS USADOS PARA LAS PROYECCIONES DE FEDesarrollo

| Supuestos generales | | 2007 | 2008 | Promedio 2009-2011 |
|------------------------------------------|---------------------------|-------|-------|--------------------|
| Pesos/USD | fin de año | 2.127 | 2.233 | 2.405 |
| Devaluación peso/USD | fin de año | -5,0 | 5,0 | 3,7 |
| IED | % del PIB | 4,0 | 3,8 | 3,6 |
| Producción petróleo | Miles de barriles diarios | 510,0 | 505,0 | 514,0 |
| Exportaciones carbón | Millones de toneladas | 70,9 | 75,0 | 93,7 |
| Exportaciones café | Millones de sacos | 10,9 | 10,7 | 10,4 |
| Precios externos (promedio anual) | | | | |
| Precio externo café | US\$ centavos por libra | 111,0 | 105,0 | 96,0 |
| Precios del petróleo | US\$/barril | 56,1 | 53,1 | 47,2 |
| Precios del carbón | US\$/tonelada | 47,1 | 44,2 | 39,9 |
| Crecimientos internacionales | | | | |
| Crec Estados Unidos | (%) | 2,2 | 2,8 | 2,8 |
| Crec Venezuela | (%) | 6,7 | 3,2 | 0,4 |
| Crec Unión Europea | (%) | 2,3 | 2,3 | 2,2 |

Fuentes: Ecopetrol. UPME, Banco de la República, Banco Mundial y *Latinamerican Consensus Forecast*. Proyecciones de Fedesarrollo.

industria y el comercio, mientras que por el lado de la demanda, el mayor crecimiento lo tendrán, de nuevo, la inversión y el consumo privado (Gráfico 1). Como en el año anterior, la expansión de la demanda agregada superará a la de la oferta y en consecuencia, el sector externo (exportaciones menos importaciones) mantendrá un balance negativo cercano a 2,2% del PIB al cierre del año.

Gráfico 1
CRECIMIENTO ECONÓMICO Y SALDO EN CUENTA CORRIENTE



Fuente: DANE, Banco de la República y proyecciones de Fedesarrollo.

Elementos relevantes para el corto plazo

De acuerdo con lo anterior, el crecimiento económico de 2007 será todavía altamente favorable. Sin embargo, este resultado podría verse afectado por las medidas que se han adoptado para controlar el aumento de la inflación y la caída de la tasa de cambio. Como se comentó en el Editorial, las medidas hasta ahora adoptadas tendrán un efecto sobre las tasas de interés, que reducirá el ritmo de crecimiento de la demanda agregada.

Fedesarrollo estima, sin embargo, que las medidas adoptadas no afectarán de manera significativa la dinámica económica que trae el país y tan sólo producirán una moderación del gasto privado.

Adicionalmente, se espera que dichas medidas no lograrán tener un efecto significativo sobre las tendencias que han mostrado la tasa de cambio y los precios. De hecho, el ejercicio supone que la revaluación del peso alcanza 5% en 2007 y que la tasa de inflación cierra en el rango entre 5,0% y 5,5% para 2007, es decir, que se registrará un leve desfase frente a la meta de inflación para este año.

Proyecciones de crecimiento para 2008-2011

Bajo el escenario de mediano plazo, la economía mostrará un comportamiento dinámico, aunque más moderado que el observado en el período 2006 - 2007. Para esta parte del ejercicio, entre los supuestos más relevantes se encuentran una desaceleración del crecimiento de la inversión pública y la reducción de los precios externos de los productos básicos durante todo el período. Adicionalmente, se supone que la producción de carbón continuará en expansión y que los esfuerzos realizados por Ecopetrol lograrán estabilizar la producción de petróleo en el mediano plazo (Cuadro 2). Con respecto al comportamiento de los principales socios comerciales, se espera que la variación anual del PIB de Estados Unidos se encuentre en tasas cercanas a 2,8%, mientras que por el lado de Venezuela, se considera que el impacto de la reducción en los precios del petróleo y el ambiente desfavorable para la inversión repercutirá negativamente en su tasa de crecimiento, la cual se ubicaría por debajo de 1,0% al final de la presente década. Finalmente, en respuesta al elevado déficit en cuenta corriente, la tasa de cambio revertirá su tendencia revaluacionista y comenzará a exhibir una devaluación paulatina entre 2008 y 2011.

Con estos supuestos, las variaciones anuales del PIB se encontrarían alrededor de 5,4% en 2008, 4,9% en 2009, 4,7% en 2010 y 4,3% en 2011 (Cuadro 3). En consecuencia, la tasa de crecimiento promedio en la economía oscilará en torno a 4,8%, cifra que resulta superior a la observada en los primeros años de la década. Por su parte, la cuenta corriente de la balanza de pagos

Cuadro 3
PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DE FEDESARROLLO 2007-2011

| Variación anual (%) | 2007 | 2008 | Promedio 2009-2011 |
|----------------------------------|------|------|--------------------|
| PIB | 5,9 | 5,4 | 4,6 |
| Por el lado de la oferta | | | |
| Agropecuaria | 2,4 | 3,0 | 3,2 |
| Minería | 2,9 | 2,4 | 4,2 |
| Industrial | 8,0 | 7,6 | 5,9 |
| Construcción | 13,0 | 9,6 | 6,2 |
| Comercio | 8,8 | 8,2 | 6,4 |
| Servicios | 4,2 | 3,8 | 3,5 |
| Por el lado de la demanda | | | |
| Consumo público | 6,5 | 4,9 | 4,6 |
| Consumo privado | 4,1 | 4,1 | 3,1 |
| Inversión privada | 20,7 | 14,0 | 7,3 |
| Inversión pública | 14,3 | 5,2 | 5,0 |
| Exportaciones | 8,4 | 9,6 | 9,9 |
| Importaciones | 19,0 | 11,0 | 8,7 |

Fuente: Proyecciones de Fedesarrollo.

arrojará un déficit de alrededor 2,8% del PIB, un poco más bajo que el esperado para 2007 (3,0%). Al interior de la balanza de pagos, las exportaciones de bienes no tradicionales, impulsadas por la firma del TLC con Estados Unidos, compensarán la caída en los precios de los productos básicos exportados.

Riesgos en el mediano plazo

Finalmente, Fedesarrollo identifica cuatro factores decisivos en la evolución de la economía en el mediano plazo. Entre ellos, el primer riesgo latente se encuentra asociado a la ratificación del TLC con Estados Unidos en el Congreso de ese país. En efecto, la aprobación de este tratado es muy importante para el desempeño del sector exportador (especialmente el de productos no tradicionales) y también para el consumidor, quien encontrará una mayor gama de productos a menores precios. De acuerdo con diferentes ejercicios realizados por Fedesarrollo, incluso manteniendo un esquema arancelario similar al actual (ATPDEA), la senda de crecimiento de la economía sería menor en 0,5 puntos porcentuales en el mediano plazo de no aprobarse el TLC. Sin embargo, dada la importancia estratégica de Colombia dentro de la región, se considera que este escenario tiene una probabilidad de ocurrencia moderada.

En segundo lugar, la evolución de la economía y las relaciones bilaterales con Venezuela serán también determinantes en el desempeño de sectores importantes, por ejemplo, las exportaciones agropecuarias e industriales. De acuerdo con diferentes analistas, las repercusiones de la política fiscal expansiva, la mayor incertidumbre política, la alta tasa de inflación y la posible reducción en los ingresos provenientes del petróleo, tendrán efectos negativos sobre el crecimiento económico venezolano entre 2008 y 2011. Si a esto se le suma la incertidumbre asociada al retiro de Venezuela de la CAN y el fortalecimiento de sus vínculos con MERCOSUR, la posibilidad de medidas restrictivas

al comercio binacional son mayores. No obstante, la persistente inflación en el vecino país podría exacerbarse en caso de que se establecieran medidas que limiten la oferta de productos de primera necesidad para la población venezolana.

Un tercer riesgo que podría afectar el futuro desenvolvimiento de la economía se encuentra asociado con la aprobación de una inadecuada regla de transferencias a las regiones, la cual determinará el crecimiento de los recursos del Sistema General de Participaciones en los próximos diez años. De los ocho debates que debe enfrentar el proyecto ya se han culminado seis. En estos, el proyecto ha sufrido ya varios cambios significativos que resultan bastante exigentes para el Gobierno Nacional Central, aunque todavía son manejables en términos de la sostenibilidad fiscal en el mediano plazo. Sin embargo, de aprobarse en los debates restantes una regla más onerosa, se podría no sólo ver afectada la sostenibilidad de las finanzas públicas, sino también el logro de metas en materia de educación y salud.

Finalmente, el último riesgo está asociado con la posibilidad de que, por condiciones de mercado, se presente una reducción fuerte (parada en seco) de los flujos de capitales internacionales que llegan a los países emergentes, lo cual tendría implicaciones negativas sobre la inversión extranjera directa, el endeudamiento externo y sobre la tasa de interés internacional. En caso de que esto ocurra, las repercusiones sobre el crecimiento económico en Colombia y en América Latina, en general, serán altamente negativas. Es más, podrían sentirse efectos más agresivos en Colombia, si se tiene en cuenta que tanto el resultado en cuenta corriente y en el área fiscal han mostrado un menor avance cuando se les compara con los de otros países de la región.

En resumen, el ejercicio de proyecciones realizado por Fedesarrollo sugiere que la economía colombiana se mantendrá en una senda de crecimiento favorable durante los próximos cinco años, fruto de una satisfactoria dinámica de la inversión y del consumo. No obstante, este resultado no se encuentra libre de riesgos, y entre los que sobresalen están la posibilidad de que no entre en vigor el TLC con Estados Unidos en 2008, la aparición de barreras a la entrada de exportaciones colombianas hacia Venezuela, la aprobación de una regla de transferencias a las regiones que ponga en peligro la sostenibilidad fiscal del país y la eventualidad de una "parada en seco" de los flujos de capital internacional que están llegando a la región. Si se mantienen las condiciones internas y externas relativamente favorables, como ha sucedido en los últimos años, se puede asegurar un crecimiento promedio de 5,2% entre 2004 y 2011, el cual es superior al que exhibió Colombia entre 1980 y 2003 (3,03%). No obstante, vale la pena insistir en la necesidad de profundizar los esfuerzos encaminados hacia una política económica con una visión de largo plazo, que trate de mejorar la posición relativa de la economía colombiana con respecto a otros países del continente en variables tan importantes como el balance fiscal, el balance en cuenta corriente y la tasa de desempleo, lo que finalmente redundará en una menor vulnerabilidad de la economía colombiana frente a eventuales choques externos.

Los administradores perciben que la política monetaria será restrictiva

Como lo hemos mencionado en informes anteriores la política monetaria es un factor crucial en la actual coyuntura económica. Los resultados de inflación en los primeros cuatro meses del año, que llevaron a un registro acumulado de 4,11%, 0,11 puntos porcentuales por encima de la meta intermedia del Banco de la República, hacen pensar que habrá una postura más restrictiva por parte del Emisor (Gráfico 1). Así, en abril las expectativas de nuevos incrementos en la tasa de interés de intervención para los próximos seis meses se mantuvieron en niveles elevados. En efecto, el resultado a esta pregunta fue de 88% neto frente al 91% neto de marzo.

Los aumentos de las tasas de interés del Banco de la República desde abril del año pasado han comenzando a influir sobre las expectativas de inflación de los administradores de portafolio. En efecto, en abril, un 32% de los encuestados manifestó que espera incrementos en la inflación en los próximos seis meses, el 15% indicó que permanecerá igual, y el 61% expresó que disminuirá. De esta manera, el balance a esta pregunta se ubicó en -37%, cifra inferior a la registrada un mes atrás (-25% neto).

La política monetaria se mantiene como el factor más importante a la hora de decidir en qué invertir

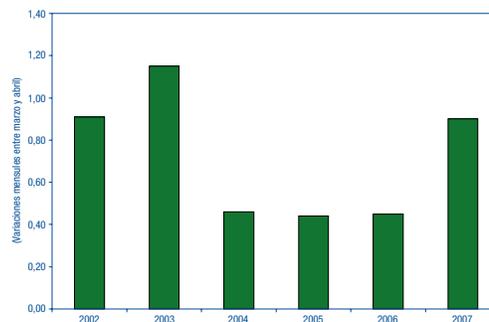
Por séptima vez, en forma consecutiva, desde que se aplica la Encuesta de Opinión Financiera, la política monetaria resultó ser el factor más tenido en cuenta por parte de los administradores a la hora de invertir, registrándose para este aspecto un porcentaje comparativamente elevado de respuestas (68%). En segundo y tercer lugar, se ubicaron los factores externos y la política fiscal con 12% y 7% de respuestas, respectivamente. La tendencia al alza de la inflación, el fuerte proceso revaluacionista y las diferentes medidas y anuncios del Emisor y del Gobierno están detrás de las preocupaciones que manifiestan los administradores sobre eventuales desarrollos en el manejo monetario y cambiario (Gráfico 2).

Los títulos atados a la DTF se mantienen como los más apetecidos

De manera consistente con lo anterior, en abril, los títulos atados a la DTF fueron los activos que mayor apetito generaron. En efecto, los papeles atados a la DTF ocuparon el primer puesto de las preferencias de inversión con un 34% neto de respuestas. Este mayor apetito se debe en parte a que se espera que la DTF presente incrementos en los próximos meses como respuesta a los aumentos de las tasas de interés del Banco de la República. En segundo lugar, con el 22% neto se ubicaron los títulos denominados en moneda extranjera diferente al dólar.

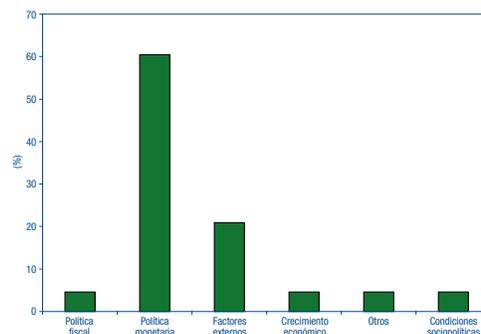
Finalmente, el Índice de Aversión al Riesgo (IAR) presentó un retroceso pasando de 0,92 puntos en marzo a 0,42 puntos en abril. Este hecho se explica porque los administradores han aumentado el apetito por títulos que tienen alta volatilidad en su precio. En efecto, las expectativas de inversión en acciones colombianas pasaron de 2% neto en marzo a 5% neto en abril (Gráfico 3).

Gráfico 1
INFLACIÓN EN COLOMBIA 2004-2007
(Abril)



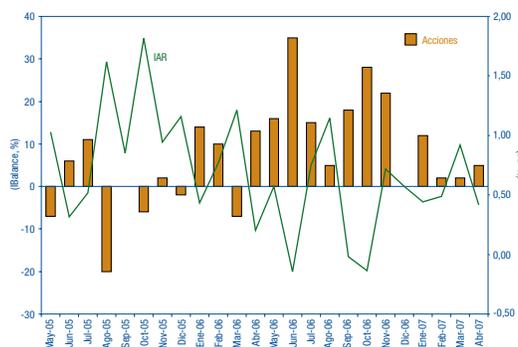
Fuente: DANE.

Gráfico 2
PREOCUPACIONES A LA HORA DE INVERTIR



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo.

Gráfico 3
ÍNDICE DE AVERSIÓN AL RIESGO



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo.

La confianza del consumidor se mantiene en niveles favorables

Los resultados más recientes de la Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo muestran que la confianza de los consumidores se mantiene estable. En efecto, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) registró en abril de 2007 30,0 puntos frente a los 30,1 puntos obtenidos en marzo (Gráfico 1).

El balance de respuestas del componente del ICC que mostró un mejor desempeño es el de la percepción de la situación económica del hogar con respecto a un año atrás. Así, el 46,5% de los hogares encuestados manifestó que su situación económica es mejor que la de hace un año, el 23,7% expresó que es peor, y el 29,6% indicó que la situación económica del hogar se mantiene igual. De esta manera, el balance a la pregunta se ubicó en 22,8% neto, cifra superior en seis puntos porcentuales respecto al registro de abril de 2006. De la misma manera, el balance a la pregunta sobre las expectativas de la situación económica del país en los próximos doce meses también es positivo, puesto que un 28,0% neto de los hogares encuestados consideran que ésta mejorará.

Por otra parte, el Cuadro 1 presenta los resultados del ICC, al igual que los demás índices construidos a partir de la EOC de Fedesarrollo. Los resultados sugieren que el buen desempeño de la economía colombiana durante 2006, y en los primeros meses de 2007 se han reflejado en la evolución favorable de la confianza y de las expectativas de los consumidores. En efecto, el Índice de Condiciones Económicas (ICE) y el Índice de Expectativas del Consumidor (IEC), se ubicaron en 32,0 puntos y 28,7 puntos, respectivamente. Estos resultados se encuentran a 28,4 puntos y 10,5 puntos, respectivamente, del promedio histórico. Lo anterior indica que la confianza del consumidor se mantiene estable en niveles favorables durante los cuatro primeros meses de 2007 (Gráfico 2).

Cali presenta los mejores niveles de confianza

Actualmente, la ciudad que presenta el mayor nivel de confianza es Cali (Gráfico 3). En abril, el ICC para esta ciudad alcanzó un registro de 33,5 puntos con un incremento de 2,8 puntos con respecto al año anterior. Barranquilla, se ubicó en el segundo lugar con 32,7 puntos. No obstante, el cambio anual presentó un deterioro de 5,50 puntos. Finalmente, en Medellín y Bogotá, el ICC se ubicó en 29,50 puntos y 27,70 puntos. En cuanto a las variaciones anuales del ICC en estas dos ciudades, se observa que para el caso de Bogotá hubo un deterioro de -1,69 puntos, mientras que en Medellín, se registró un avance de 6,23 puntos.

Por otra parte, en el caso de la confianza por estratos también hubo señales que apuntan en direcciones opuestas. Si bien el ICC presentó incrementos mensuales en los estratos bajos y altos, la confianza en los estratos medios disminuyó. De hecho, el índice de confianza de estos últimos se ubicó en 29,6 puntos, cifra inferior al 31,6 que se registró en marzo. Para el caso de los estratos bajos y altos, se registró un avance de 1,1 puntos y 3,9 puntos, respectivamente (para ubicarse en 29 puntos

Cuadro 1
RESUMEN DE RESULTADOS
ENCUESTA DE CONSUMO

| | Abril 2007 | Marzo 2007 | Cambio mensual | Cambio anual |
|-----|---------------|---------------|-------------------|-----------------|
| ICC | 30,0 | 30,1 | -0,1 | 0,3 |
| IEC | 28,7 | 29,7 | -0,9 | -1,0 |
| ICE | 32,0 | 30,8 | 1,2 | 2,3 |

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

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR



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

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



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

y 41,1 puntos). El indicador de confianza de este estrato se encuentra 15,9 puntos por encima del promedio histórico.

Destacado desempeño de las ventas de vehículos

En lo corrido del año, las ventas del sector automotor han mostrado un comportamiento excepcional. En efecto, entre enero y abril de 2007 las unidades vendidas fueron 80.690, según informó el Comité Automotor.

Estos resultados son consistentes con la disposición para la compra de vehículos registrada en la Encuesta de Opinión del Consumidor de Fedesarrollo. De hecho, desde mediados de 2006 hasta la fecha, el balance a esta pregunta (porcentaje de hogares que considera que es buen momento para la compra de vehículo menos el porcentaje de hogares que opina lo contrario) presentó una tendencia fuerte a la recuperación. Así, por décima vez consecutiva se registraron balances positivos.

El favorable desempeño del sector automotriz también lo reflejan las cifras de comercio al por menor divulgadas por el Dane. En efecto, durante los tres primeros meses del año, el crecimiento de las ventas reales del componente de vehículos del Índice de Comercio al Por Menor (ICPM) fue de 40,0%.

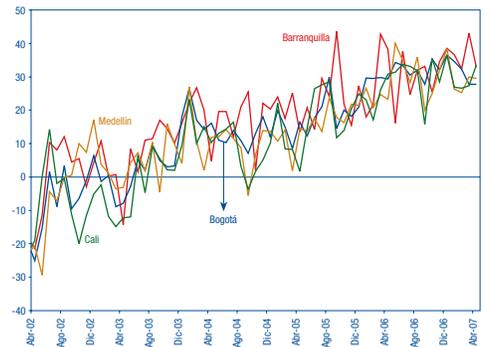
En cuanto a los bienes durables como muebles y electrodomésticos, en abril el 67,8% de los hogares encuestados consideró que es buen momento para la compra de este tipo de bienes, mientras que el 26,6% indicó que es mal momento. Así, el balance a esta pregunta se ubicó en 41,2%. Si bien este resultado es inferior frente al registro de abril de 2006 (42,5%), valdría la pena destacar que la disposición para la compra de este tipo de bienes ha mantenido una tendencia favorable en el último año. En efecto, las últimas cifras del Dane muestran que el componente de bienes durables del Índice de Comercio al Por Menor (ICPM), mostró en marzo una variación anual de 26% (Gráfico 4).

Finalmente, en cuanto a la disposición para la compra de vivienda, en abril de 2007 el 69,1% de los hogares indicó que es buen momento para la compra de casa, el 28,1% expresó lo contrario y el restante 2,6% manifestó que no es buen ni mal momento. De esta manera, el balance a esta pregunta se ubicó en 41,0%, cifra superior en 1,6 puntos porcentuales con respecto al registro de abril de 2006.

Todavía son más los hogares que manifiestan que sus ingresos no alcanzan para ahorrar

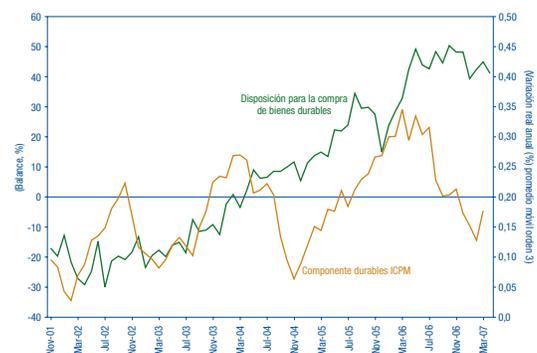
Históricamente en la EOC de Fedesarrollo el porcentaje de hogares que no logra ahorrar parte de sus ingresos es superior al porcentaje que sí logra hacerlo. No obstante, en el último mes se ha observado una importante reducción en esta diferencia (Gráfico 5). Mientras en marzo de 2007, el 28,7 % de los hogares indicó que alcanzaban a ahorrar y el 71,3% expresó lo contrario, en abril dichos porcentajes fueron 32,8% y 67,1%, respectivamente. Así, el balance a esta pregunta pasó de -42,6% en marzo a -34,2% en abril, con un incremento de 8,4 puntos porcentuales.

Gráfico 3
ICC POR CIUDADES



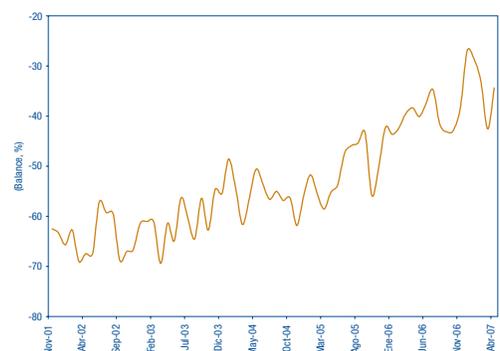
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo.

Gráfico 4
DISPOSICIÓN PARA LA COMPRA DE BIENES DURABLES Y COMPONENTE DE DURABLES DEL ICPM



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

Gráfico 5
CAPACIDAD DE AHORRO DE LOS HOGARES



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

La confianza de los industriales cerró el primer trimestre de 2007 en un nivel satisfactorio

De forma consistente con el comportamiento de la actividad industrial en lo que va corrido del año (el crecimiento de la producción del sector en los primeros tres meses de 2007 fue de 15,26%, con respecto al mismo período de 2006), el Índice de Confianza Industrial (ICI) construido con la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo se ubicó en 15 puntos. Así, el ICI registró un avance de 2 puntos frente al registro del mismo mes del año anterior (Gráfico 1).

Al analizar los componentes del ICI, se observan ciertos hechos que bien vale la pena resaltar. El nivel de pedidos muestra una evolución positiva con respecto al mes anterior. El balance a esta pregunta pasó de 19% neto en febrero a 37% neto en marzo. Para las existencias, la situación también es favorable puesto que hubo un avance en el balance. Así, en marzo, el -4% neto de los empresarios considera que sus inventarios son altos, siendo este porcentaje dos puntos porcentuales más bajo que el registro de marzo (-2% neto). En el caso de las expectativas de producción para los próximos tres meses, la situación es diferente debido a que se registró un retroceso en el balance. En marzo, el 45% de los industriales encuestados manifestó que su producción aumentará en los próximos tres meses, el 4% indicó que espera una disminución, y el 51% expresó que su producción se mantendrá igual. De esta manera, el balance a la pregunta fue de 41% neto, 4 puntos porcentuales por debajo del registro de febrero.

Los industriales perciben una buena situación económica

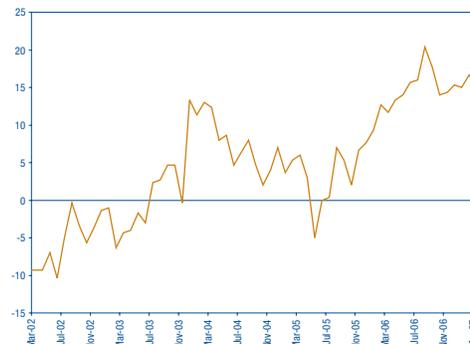
La EOE de Fedesarrollo indaga a los industriales sobre cómo perciben la situación económica actual. Los resultados de marzo indican que el 57% respondió que la considera buena, el 38% expresó que es aceptable, y sólo el 4% indicó que es mala. De esta manera, el balance a la pregunta se ubicó en 53% neto. Las buenas condiciones económicas del país se han reflejado en la evolución del balance a esta pregunta, que en los últimos años ha mostrado una favorable tendencia a la recuperación (Gráfico 2).

En marzo, la confianza comercial presentó un repunte

El Índice de Confianza Comercial (ICCO) construido a partir de la EOE de Fedesarrollo presentó un nuevo incremento en marzo de 2007. En efecto, impulsada especialmente por las expectativas de la situación económica durante los próximos seis meses, la confianza de los comerciantes aumentó 8 puntos con respecto al registro de marzo de 2006.

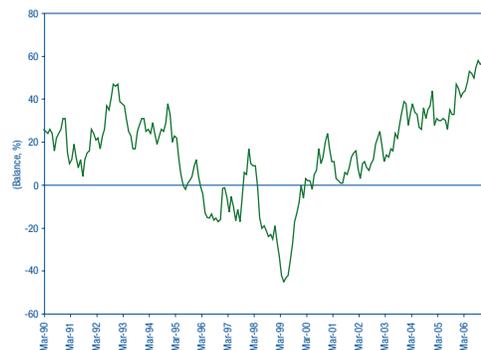
En otra pregunta de la Encuesta de Opinión Empresarial, se indaga a los comerciantes sobre el comportamiento de las ventas del mes comparadas con igual mes del año anterior. En marzo, el 61% expresó que fueron más altas, el 13% manifestó que fueron similares y el restante 26% indicó que fueron más bajas. De esta manera, el balance a la pregunta se ubicó en 35% neto. Esto significa un retroceso de 1 punto porcentual frente a marzo de 2006. No obstante, vale la pena resaltar que este balance se encuentra por encima del promedio histórico (8%)

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL



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

Gráfico 2
PERCEPCIÓN DE LOS INDUSTRIALES DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA



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

Gráfico 3
ÍNDICE DE CONFIANZA COMERCIAL



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

lo cual sugiere que las ventas del comercio se han mantenido dinámicas en los primeros meses del año (Gráfico 3).

De acuerdo con los empresarios de la construcción, este sector sigue mostrando un desempeño satisfactorio

Trimestralmente la EOE de Fedesarrollo tiene un módulo especial que evalúa el comportamiento del sector constructor en Colombia, a partir de preguntas realizadas a los empresarios de la actividad. Los resultados más recientes, correspondientes a marzo de 2007, muestran que durante el primer trimestre del año la actividad constructora mantuvo el dinamismo observado durante 2006. En efecto, el porcentaje de empresas que manifestó haber tenido obras en los primeros meses del año fue de 81%. Este resultado es superior en 9 puntos porcentuales con respecto al registro del mismo período de 2006.

Por otra parte, la encuesta indaga a los constructores sobre los compromisos actuales. Los resultados a esta pregunta son satisfactorios puesto que por tercera vez en forma consecutiva, desde mediados de la década pasada, el balance a esta pregunta resultó positivo. En efecto, el 38% de los constructores encuestados manifestó que los compromisos actuales son altos, el 38% expresó que son normales, y el restante 25% indicó que son bajos. Así, el balance a esta pregunta se ubicó en 11% neto, cifra superior en 16,7 puntos porcentuales a la obtenida en el mismo mes de 2006. El Gráfico 4 refleja una favorable tendencia a la recuperación en este indicador. Consistente con lo anterior, según los últimos resultados de la muestra mensual manufacturera del DANE, el crecimiento del sector de minerales no metálicos, actividad íntimamente ligada a la construcción, fue de 26,65% (entre enero y marzo de 2007 frente al mismo período de 2006) lo cual es una muestra más del buen momento por el cual atraviesa esta actividad.

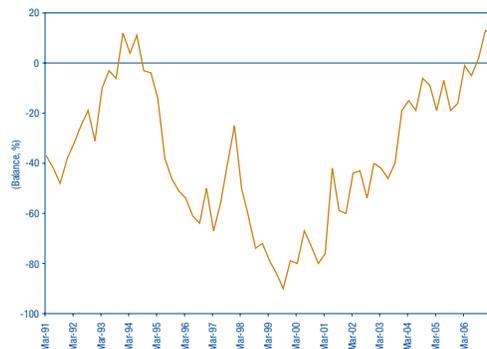
Finalmente, estos buenos resultados también se reflejan en la percepción de los constructores sobre la situación económica de la empresa. El balance a esta pregunta se ubica en terrenos bastante satisfactorios con respecto al comportamiento histórico. En efecto, el 49% de los constructores encuestados expresó que la situación económica de la empresa es buena, el 39 % manifestó que es aceptable y sólo el 12% indicó que es mala. De esta manera, el balance a la pregunta se ubicó en 36% neto, cifra superior en 8 puntos porcentuales frente al registro del mismo período del año anterior (Gráfico 5).

Tasa de cambio y rentabilidad de la actividad exportadora

Cada tres meses desde enero de 1996 la EOE de Fedesarrollo indaga a las empresas exportadoras sobre los principales factores favorables y desfavorables que enfrenta su actividad. Los resultados más recientes indican que el 18% de los industriales encuestados manifestó que su rentabilidad aumentó, el 32% expresó que se mantuvo igual, y el 50% manifestó que empeoró. Así, el balance a la pregunta se ubicó en -32% neto.

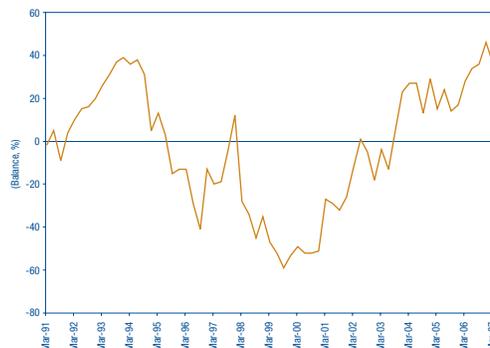
Un factor fundamental dentro de la actividad exportadora es el comportamiento de la tasa de cambio. El Gráfico 6 muestra la evolución del balance a esta pregunta, y la variación anual de la tasa de cambio. Como era de esperar, se observa una clara relación entre ambas variables.

Gráfico 4
COMPROMISOS ACTUALES DE CONSTRUCCIÓN



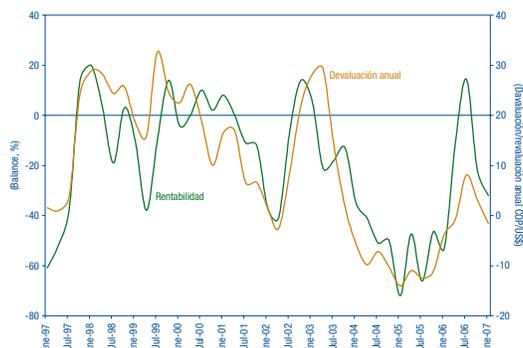
* Módulo construcción EOE de Fedesarrollo.
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

Gráfico 5
PERCEPCIÓN DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA DE EMPRESAS CONSTRUCTORAS



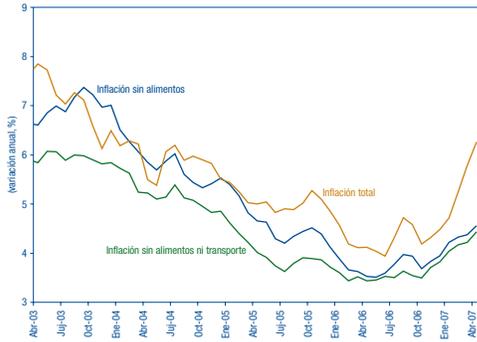
* Módulo construcción EOE de Fedesarrollo.
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

Gráfico 6
RENTABILIDAD DE LA ACTIVIDAD EXPORTADORA VERSUS DEVALUACIÓN ANUAL



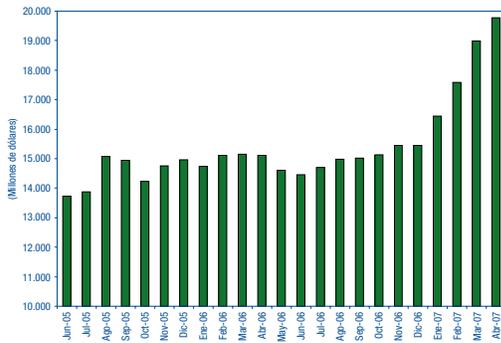
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN BÁSICA



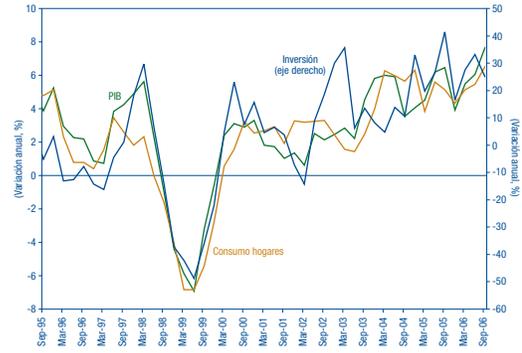
Nota: la inflación sin alimentos ni transporte se construye aislando del IPC total el componente de estos dos grupos. De igual forma se construye la inflación sin alimentos.
Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (Millones de dólares)



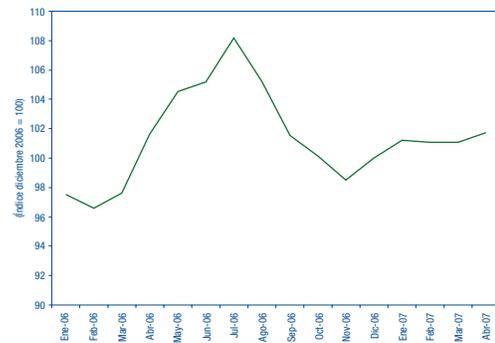
Fuente: Banco de la República.

EVOLUCIÓN DEL PIB, INVERSIÓN Y CONSUMO PRIVADO



Fuente: DANE.

TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (IPP exportados/IPP importados)



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

PROYECCIONES PIB COLOMBIA (Crecimiento real anual, %)

| Institución | Proyección PIB (%) | |
|----------------------|--------------------|------|
| | 2007 | 2008 |
| Fedesarrollo | 5,9 | 5,4 |
| Consensus (promedio) | 5,7 | 5,0 |
| Más alto | 6,3 | 5,5 |
| Más bajo | 5,2 | 4,5 |
| Desviación estándar | 0,3 | 0,4 |

Fuente: *Latinamerican Consensus Forecast*.