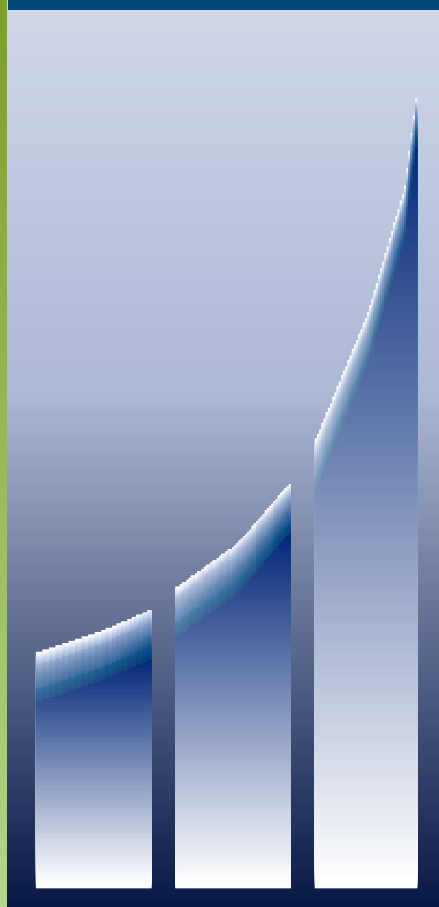


# TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

60

Abril 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: ¿De qué tamaño fue el ajuste del GNC en 2006?

Actualidad: La cartera de consumo y el endeudamiento de los hogares

Encuesta de Opinión Financiera

Encuesta de Opinión del Consumidor

Encuesta de Opinión Empresarial

Indicadores Económicos

## PATROCINADORES:



DAVIVIENDA



**Titularizadora  
Colombiana**

## EDITORIAL

### ¿De qué tamaño fue el ajuste del GNC en 2006?

Desde febrero de este año se han dado a conocer varias cifras y anuncios fiscales importantes. En diciembre de 2006 y febrero de 2007 se hicieron revisiones al Plan Financiero en donde se presentaron las últimas proyecciones en materia de déficit y financiamiento para ambos años. Luego, en marzo, hubo un nuevo anuncio en el cual se redujeron las metas de déficit para 2007. Por su parte, sobre los resultados de 2006, ya se tiene el cierre del Gobierno Nacional Central (GNC) y del Sector Público Consolidado *por encima de la línea*<sup>1</sup> calculados por el Confis, pero también se cuenta con el balance del GNC y del sector público consolidado (SPC) *por debajo de la línea*, calculados por el Banco de la República<sup>2</sup>. Debe aclararse que la magnitud de ambas medidas es parecida pero no idéntica, debido a que la metodología y la muestra cubierta por cada entidad para sus cálculos son diferentes. Por ello, siempre habrá lugar a una discrepancia estadística entre las dos mediciones.

El análisis de las cifras recientemente publicadas por el Ministerio de Hacienda sobre la situación fiscal del GNC resulta altamente relevante en la actual coyuntura. El déficit del GNC en 2006 ascendió a \$13,7 billones, que equivalen a 4,1% del PIB. Esta cifra resulta más baja que la meta planteada en el Plan Financiero de junio de 2006 (5% del PIB), pero mayor a la última proyección de febrero de 2007 (3,8%). Frente a 2005, el déficit se redujo en 0,7% del PIB.

El mejor resultado del GNC en 2006, frente a 2005, provino de los mayores ingresos tributarios, que a su vez fueron impactados positivamente por el buen desempeño de la actividad real y de las importaciones. En efecto, los ingresos tributarios crecieron 21,1% en términos nominales frente a 2005 (cerca de 18% en términos reales). Los impuestos que experimentaron un mayor incremento fueron: renta (19% real) e IVA externo (31% real). Para el análisis que sigue resulta importante anotar que, como porcentaje del PIB, los ingresos totales aumentaron en 1,5 puntos porcentuales (de 16,1% a 17,6%).

Los gastos totales crecieron en 16,3% (12% real) entre 2005 y 2006 por lo que aumentaron de 20,9% del PIB en 2005 a 21,6% en 2006. Los rubros que más crecieron fueron el de intereses de

<sup>1</sup> El balance *por encima de la línea* mide la diferencia entre ingresos y gastos. Si esta diferencia es negativa hay un déficit, si es positiva, hay un superávit.

<sup>2</sup> Si por ejemplo, el sector público incurre en un déficit, tiene que financiar interna y/o externamente la diferencia entre ingresos y gastos. Por lo tanto el financiamiento recibido por el sector público es el espejo del déficit *por encima de la línea*. Este cálculo, por el lado del financiamiento, es producido por el Banco de la República y se le llama *medición por debajo de la línea*.

la deuda (35,2% en términos nominales), debido principalmente a mayores pagos relacionados con la deuda interna, y gastos de inversión, cuyo aumento frente a 2005 fue de 38%. Por su parte, los gastos de funcionamiento mostraron un incremento de 10,3%. Sin embargo, bien vale la pena anotar que dentro de este rubro, los crecimientos de los diferentes componentes fueron disímiles: transferencias (SGP y pensiones), 7% nominal; servicios personales, 13,7% y, gastos generales, 20,1%.

De acuerdo con el reporte del Confis, el elevado ritmo de crecimiento de los gastos en servicios personales obedeció en buena medida a los mayores egresos del Ministerio de Defensa y de la Policía Nacional (desde 2002, el pie de fuerza de las Fuerzas Armadas ha aumentado cerca de 30%), y en menor medida, a los mayores gastos de la rama judicial y de la Registraduría, por las elecciones y por la aplicación de la Ley de Justicia y Paz. Por su lado, parte de la explicación del incremento en los gastos generales está en los compromisos del sector defensa (para compra de armamento, equipos de comunicaciones y adecuación de sedes).

El aumento del gasto de inversión fue significativo en 2006, 38% en términos nominales, pasando de 1,5% a 1,8% del PIB. Los gastos por este concepto ascendieron a \$5.9 billones y se repartieron 38% para infraestructura, 43% para programas sociales y 19% para otros (Dian, Policía Nacional, Ministerio del Interior y Justicia y resto).

La reducción del déficit del SPC en los últimos años, el mejor resultado del GNC en 2006 y la reducción en la proporción de deuda a PIB constituyen, sin duda alguna, una buena noticia para la economía colombiana. Así mismo, la recuperación de la inversión pública social, la relacionada con la disminución del rezago en materia de infraestructura y la dirigida a mantener los esfuerzos en materia de seguridad, constituyen hechos positivos, que sin duda tendrán efectos sobre la competitividad y el crecimiento económico.

Pese a ello, Fedesarrollo considera importante hacer algunas reflexiones sobre los resultados de las finanzas del GNC para el 2006.

La primera es sobre el carácter procíclico de la política fiscal. En teoría, la política fiscal está llamada a jugar un papel estabilizador a lo largo del ciclo económico, adoptando un comportamiento anticíclico. Ello implica que el sector público debe ahorrar en épocas de alto crecimiento económico y utilizar esos ahorros para sostener la demanda agregada en épocas de desaceleración, suavizando la amplitud del ciclo. En la literatura se han desarrollado diversas metodologías para analizar si efectivamente la política fiscal en un país sigue este comportamiento "óptimo". Desde el año 2002 se han producido varios estudios técnicos al respecto para el caso colombiano, algunos de ellos con cifras hasta 2006, y todos ellos indican que en las últimas décadas la política fiscal ha jugado un papel procíclico (lo opuesto a lo deseable).

Aunque no se hace aquí el cálculo para el 2006, es posible acercarse a esta discusión con base en las siguientes cifras. Como se mencionó atrás, los ingresos totales del Gobierno

como porcentaje del PIB crecieron en 1,5 pp, mientras los gastos aumentaron en 0.7 pp. Que una parte importante de los mayores ingresos fiscales se haya destinado al gasto es inquietante. Los pagos crecieron a un ritmo superior al de la actividad económica, de manera que es válido preguntarse si el esfuerzo de ahorro en un año de excelente crecimiento económico hubiera podido ser mayor. Nosotros creemos que sí.

Pero nuestra reflexión no es solo sobre el pasado. En los tres primeros meses el recaudo tributario fue mayor al esperado en \$1,4 billones, lo que sugiere un segundo año muy positivo en materia de ingresos para el GNC. Consecuentemente con ello, el Gobierno anunció en marzo nuevas metas de déficit para 2007, 0,9% para el SPC y 3,5% para el GNC. Todavía no se conocen las cifras detalladas pero sería a todas luces una muy buena señal para los inversionistas y las calificadoras si en este año se puede superar, en cuanto al ahorro de los mayores ingresos, lo logrado en 2006.

Sobre la composición del gasto también hay que hacer un par de anotaciones. No cabe duda de que el incremento en el gasto de inversión es algo positivo, dadas las necesidades en infraestructura y sociales que tiene el país. Sin embargo, este incremento no se dio a costa de la reducción en otros rubros de gasto (funcionamiento e intereses). Ello no es otra cosa que una evidencia más de las grandes inflexibilidades que caracterizan el gasto público. Lo preocupante es, sin embargo, la incertidumbre sobre la capacidad que tiene el Gobierno de sostener este crecimiento de la inversión a futuro, especialmente cuando la economía entre en la fase descendente del ciclo económico. En segundo lugar, resulta útil preguntarse si algunos de los gastos en los que ha tenido que incurrir el Gobierno para asegurar el orden público y la seguridad de los colombianos (como la significativa elevación del pie de fuerza), introducen a futuro mayores rigideces al gasto. Ello es aún más inquietante si se tiene en cuenta que, de manera correcta, los recursos del impuesto al patrimonio son temporales y estarán exclusivamente dirigidos a gastos de inversión en equipo militar y armamento.

Por último, Fedesarrollo ha insistido en que un mayor ahorro del sector público ayudaría de manera efectiva a evitar una mayor revaluación. El anuncio del Gobierno de que el Gobierno reducirá su endeudamiento en el exterior en US\$1.000 millones es oportuno pero insuficiente, pues sin medidas de restricción del gasto lo único seguro es que el endeudamiento público interno va a aumentar y con ello, la presión alcista de las tasas de interés.

Lo que realmente se necesita es un mayor ahorro del Gobierno. Solo así se reducirían sus necesidades de financiación y con ello la tendencia hacia la revaluación y el incremento de las tasas de interés, que son las dos grandes preocupaciones actuales. Si se reducen las necesidades de financiación externa, menor será la entrada de dólares al país. Si disminuyen los requerimientos de financiación interna, ello impulsaría a la baja las tasas de interés. Por eso, Fedesarrollo ha insistido en que ésta es la respuesta de política más adecuada en la actual coyuntura económica.

### **La cartera de consumo y el endeudamiento de los hogares**

En los últimos meses la cartera de créditos del sistema financiero ha crecido a tasas altas, particularmente el crédito de consumo completa ya 24 meses con aumentos superiores a 25% anual. Esto ha llamado la atención de los analistas y de las autoridades económicas, por cuanto este comportamiento refleja un proceso de acelerado endeudamiento de los hogares. Por supuesto, mientras la economía crezca a buen ritmo y las tasas de interés continúen en niveles relativamente bajos, no se verá afectada la capacidad de pago de los hogares y, por lo tanto, no se observarán deterioros significativos de la calidad de la cartera de créditos. La preocupación radica en que detrás de este significativo crecimiento del crédito de consumo se pueden estar acumulando riesgos que se harían evidentes en la eventualidad de una desaceleración económica o de un aumento en las tasas de interés o de cualquier choque macroeconómico que afecte la capacidad de pago de los deudores, lo cual, a su vez, tendría efectos sobre la calidad de la cartera de los intermediarios financieros y sobre la solidez de sus balances.

### **Los ciclos crediticios**

Para una economía es muy deseable un crecimiento de la relación de crédito a PIB, porque ello indica una mayor profundización financiera, lo cual se ha demostrado en la literatura empírica, tiene un efecto directo e importante sobre el desarrollo de un país. Colombia se ha caracterizado por mantener una relación de crédito a PIB comparativamente baja, cercana a 30% del PIB. En algunos países de América Latina, como Chile, esta relación llega a 70%, y en Estados Unidos supera el 100%. Además, después de haber ganado en profundización financiera a mediados de los años noventa, cuando este indicador pasó de cerca de 20% en 1990 a 30% en 1997, en los años siguientes, con la crisis, este logro se perdió en poco tiempo. La relación de crédito a PIB se redujo hasta 18% en 2002, y a pesar de que se ha venido recuperando, todavía no hemos llegado a los niveles de mitad de la década pasada (22%). Por lo tanto, es importante comenzar diciendo que el crecimiento de la cartera per se es algo positivo pues sugiere un mayor nivel de profundización financiera y un mayor potencial de crecimiento económico. ¿Por qué entonces, las autoridades, especialmente el Banco de la República, han prendido las alarmas? Para tratar de responder a esa pregunta, se presenta un primer ejercicio ilustrativo en el cual se compararan el ciclo expansivo anterior de la cartera con el que se está presentando en la actualidad, y se identifican algunos de sus principales rasgos comunes y diferencias, los cuales resultan relevantes para la discusión.

En el comportamiento de la cartera de créditos entre 1990 y 2006 se pueden distinguir tres fases: un período de expansión que empieza a inicios de la década de los noventa y se extiende hasta finales de 1997. Un segundo período que se inicia a mediados de

1998 y se prolonga hasta 2001 y que se caracteriza por una deterioro importante de la calidad de la cartera y una fuerte restricción crediticia. El tercer período abarca desde abril de 2005 hasta la fecha y se caracteriza por un nuevo repunte del crédito.

En la fase expansiva anterior (1995-1998)<sup>1</sup>, la cartera comercial fue la más dinámica Cuadro 1. Si bien registró un crecimiento real promedio de 10% frente 15% en la cartera de vivienda, en términos de la relación de cartera a PIB, el crédito comercial mostró la mayor desviación frente al promedio de largo plazo (3,2 puntos porcentuales en el punto máximo), seguida de la hipotecaria (2,8 puntos) y de la de consumo (1,7 puntos). Vale la pena señalar que la cartera de consumo mostró un comportamiento en “doble montaña” y para finales de esta fase crecía a tasas de 8% real, cuando la economía ya comenzaba a mostrar fuertes signos de desaceleración. En el ciclo actual, 2005-2006, las cosas parecen diferentes. La cartera más dinámica es la de consumo que crece a una tasa real de 36%, seguida de la comercial (12,5%) y de la hipotecaria (-7,8%)<sup>2</sup>. Del análisis en porcentajes del PIB se deduce algo similar. Con relación al punto más alto, en el caso del crédito de consumo, la desviación frente al promedio de largo plazo fue de 2,5 puntos, para el comercial de 0,6 puntos y en el caso del hipotecario, -3,3 puntos. Lo anterior sugiere en la recuperación de la cartera de créditos en los últimos dos años, el repunte ha estado concentrado de manera significativa en el crédito de consumo, mientras que la cartera comercial apenas supera su nivel de largo plazo y la de vivienda se encuentra todavía por debajo del mismo.

Se detecta entonces una primera diferencia. Mientras en la expansión crediticia anterior, los sectores que parecen haberse endeudado más fueron las empresas y los hogares, éstos últimos para financiar la compra de vivienda, en la fase de expansión actual son las familias las que se están endeudando para comprar bienes de consumo. Las empresas, por el contrario no han exhibido el comportamiento de la fase expansiva anterior. Ello es consistente con los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo que sugieren que frente al período de auge anterior, en la actualidad, el porcentaje de empresas que muestra niveles de apalancamiento financiero elevados es menor. De hecho, son principalmente las empresas pequeñas y medianas las que han venido reduciendo sus niveles de endeudamiento con el sector financiero.

Otro punto interesante es que al llegar la crisis, la cartera que se deterioró en mayor proporción y más rápidamente fue la de consumo. En efecto, el deterioro máximo de la cartera de consumo se dio en junio de 1999, mientras que para la cartera comercial este máximo se alcanzó en noviembre del mismo

<sup>1</sup> La cartera desagregada por modalidad de crédito sólo se tiene desde 1995.

<sup>2</sup> Sin titularizaciones.

**Cuadro 1**  
**CICLOS DE LA CARTERA DE CRÉDITOS**

|   | Ciclo expansivo anterior<br>Abril 1995 - junio 1998 |                 |               | Ciclo recesivo anterior<br>Julio 1998 - diciembre 2001 |                              | Ciclo expansivo actual<br>Abril 2005 en adelante |                 |               | Promedio<br>histórico |        |
|---|---|-----------------|---------------|--|------------------------------|--|-----------------|---------------|-----------------------|--------|
|   | Promedio<br>(%)                                     | Máximo<br>Fecha | Máximo<br>(%) | Promedio<br>(%)  | Mínimo - máximo<br>Fecha (%) | Promedio<br>(%)                                  | Máximo<br>Fecha | Máximo<br>(%) |                       |        |
| <b>Crecimiento de la cartera</b>                                  |   |                 |               |  |                              |  |                 |               |                       |        |
| Comercial   | 9,69  | Dic-95          | 20,1          | -7,9   | Nov-00                       | -11,7  | 12,5            | Nov-06        | 23,3                  | 2,56   |
| Consumo*  | -3,08   | Ene-98          | 9,4           | -14,2  | Feb-00                       | -37,0  | 35,9            | Oct-06        | 43,3                  | 4,46   |
| Hipotecaria   | 14,67   | Ago-96          | 20,5          | -10,2  | Dic-00                       | -26,2  | -7,8            | Sep-06        | 15,9                  | -6,22  |
| <b>Participación en el PIB</b>                                    |   |                 |               |  |                              |  |                 |               |                       |        |
| Comercial   | 14,58   | Dic-97          | 16,2          | 9,0  | Nov-99                       | 13,0   | 12,1            | Dic-06        | 13,6                  | 13,00  |
| Consumo*  | 5,64  | Sep-95          | 6,2           | 14,6   | Jun-99                       | 21,6   | 5,4             | Dic-06        | 6,9                   | 4,46   |
| Hipotecaria   | 7,00  | Dic-97          | 8,1           | 16,0   | Nov-01                       | 21,8   | 2,0             | Sep-06        | 2,1                   | 5,31   |
| <b>Desviación con respecto a<br/>cartera / PIB de largo plazo</b> |   |                 |               |  |                              |  |                 |               |                       |        |
| Comercial   | -   | -               | 3,19          | -  | -                            | 0,00   | -               | -             | 0,59                  | -      |
| Consumo*  | -   | -               | 1,74          | -  | -                            | -17,15   | -               | -             | 2,45                  | -      |
| Hipotecaria   | -   | -               | 2,76          | -  | -                            | -16,51   | -               | -             | -3,22                 | -      |
| <b>Calidad de la cartera</b>                                      |   |                 |               |  |                              |  |                 |               |                       |        |
| Comercial   | 5,63  | Jun-98          | 6,91          | 9,0  | Nov-99                       | 13,0   | 1,7             | May-05        | 2,0                   | 5,42   |
| Consumo*  | 9,18  | Nov-96          | 14,90         | 14,6   | Jun-99                       | 21,6   | 4,6             | Abr-05        | 4,9                   | 10,23  |
| Hipotecaria   | 7,74  | Abr-98          | 7,27          | 16,0   | Nov-01                       | 21,8   | 6,4             | May-05        | 8,8                   | 12,57  |
| <b>Cubrimiento de cartera vencida</b>                             |   |                 |               |  |                              |  |                 |               |                       |        |
| Comercial   | 29,6  | Dic-97          | 39,3          | 64,6   | Dic-01                       | 128,5  | 188,5           | Dic-05        | 225,1                 | 101,45 |
| Consumo*  | 40,6  | Jul-97          | 45,5          | 47,7   | Jul-00                       | 61,5   | 64,2            | Oct-06        | 71,1                  | 49,61  |
| Hipotecaria   | 7,7   | Nov-95          | 8,9           | 17,3   | Dic-01                       | 40,8   | 78,5            | Sep-06        | 92,8                  | 32,02  |

\* Corresponde a la suma de cartera de consumo y de microcrédito.

año y para la hipotecaria, casi dos años y medio después, en noviembre de 2001. Así mismo, la desviación entre el punto máximo y el promedio fue más amplio en el crédito de consumo. La gran diferencia entre ese momento y el actual, es que en la fase expansiva anterior el sector financiero no hizo las provisiones suficientes para enfrentar adecuadamente el fuerte deterioro de la cartera que sobrevino, mientras hoy en día se han hecho avances importantes en materia de evaluación del riesgo y los niveles de protección son claramente más favorables. Así por ejemplo, mientras en la fase expansiva del ciclo anterior la relación de provisiones a cartera vencida alcanzaba 31%, 40%, 8% para la cartera de comercial, consumo e hipotecaria, respectivamente, en la presente fase expansiva, esa relación es cerca de 188%, 64% y 78%, lo que significa que los niveles de cubrimiento se han multiplicado por 6, casi 2 y 10 veces, en cada caso. Vale la pena anotar que desde 2004 se estableció una provisión general sobre la cartera total y, adicionalmente, desde el año anterior se impuso una provisión individual sobre la cartera vigente (con calificaciones A y B). Ambas conforman una especie de "colchón" adicional para hacer frente a hechos inesperados.

Para el caso del crédito de consumo, llama la atención que en términos absolutos, el cubrimiento del crédito de consumo sea más bajo, dado que por lo general esta modalidad de préstamos involucra mayores niveles de riesgo y menores garantías. Un indicador alternativo (medido por la calificación de riesgo), muestra un nivel ligeramente mayor para el caso del crédito de consumo (49,2%) que el comercial (46,3%). Sin embargo, mientras en el caso del crédito de consumo este indicador registra un comportamiento estable en los últimos años, en el caso de la cartera comercial la tendencia es creciente, probablemente

como consecuencia de que para este tipo de préstamos, el SARC ha mostrado un mayor avance.

Lo último que se quiere enfatizar es que en el ciclo anterior del crédito el choque macroeconómico fue de magnitud muy importante. Debe recordarse que se presentó un fuerte y rápido aumento de las tasas de interés y una caída del producto que no se había visto en los anteriores cien años. En la actualidad no se prevé una fuerte desaceleración económica o un abrupto incremento de las tasas de interés. Por ejemplo, si las condiciones económicas no cambian radicalmente, es decir si no se presenta un choque doméstico o externo fuerte, para los próximos 5 años, Fedesarrollo prevé un crecimiento económico alrededor de 5%. Adicionalmente, se prevé una moderación del crecimiento de la economía mundial gradual y en el horizonte no se avizora una corrección brusca. Por último, si bien es previsible que el Banco de la República continúe elevando las tasas de interés con fines de control inflacionario, se supone que éste también será gradual. Sin embargo, la economía no está libre de choques, y por eso cuando se detecta una posible acumulación de riesgos en un determinado sector, es mejor prender las alarmas con el fin de que se tomen medidas que permitan enfrentar de manera más adecuada las correcciones que trae consigo un choque macroeconómico.

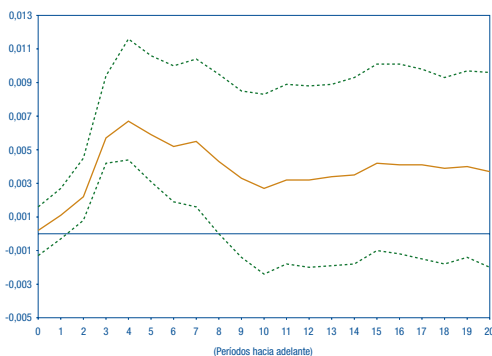
### **¿Cómo reaccionan los diferentes tipos de crédito a los choques macroeconómicos?**

En esta sección presentamos los resultados de un sencillo ejercicio econométrico que nos permite cuantificar el efecto que tendría un cambio repentino en las condiciones macroeconó-

micas sobre la calidad de la cartera de créditos. Para tal fin, se utilizaron herramientas que se basaron en el comportamiento histórico de las series<sup>3</sup>.

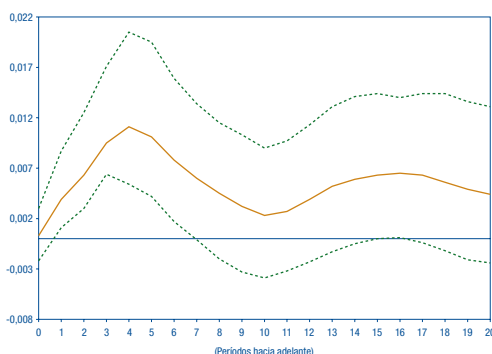
Sin entrar en los detalles técnicos, las principales conclusiones pueden ser resumidas en los siguientes puntos. Cuando hay un choque negativo sobre el PIB, la calidad todas las modalidades de cartera tiende a deteriorarse. La que mayor deterioro experimenta es la de consumo, seguida de la comercial. En los dos casos, al cabo de los tres trimestres, este deterioro tiende a corregirse. La significancia estadística del efecto para el caso de la cartera hipotecaria es baja, por lo cual no se puede sacar ninguna conclusión. Cuando hay un choque positivo (aumento) sobre la tasa de interés, la calidad tiende a deteriorarse más en la cartera hipotecaria y de consumo, mientras se observa un menor deterioro en la cartera comercial (Gráficos 1 y 2).

**Gráfico 1**  
RESPUESTA ACUMULADA DE LA CALIDAD DE LA CARTERA COMERCIAL  
ANTE UN CHOQUE EN LA DTF (Impulso ortogonal)



Fuente: Cálculos propios.

**Gráfico 2**  
RESPUESTA ACUMULADA DE LA CALIDAD DE LA CARTERA DE CONSUMO  
ANTE UN CHOQUE EN LA DTF (Impulso ortogonal)



Fuente: Cálculos propios.

<sup>3</sup> Se trata de la estimación de un VAR en primeras diferencias, con series trimestrales de PIB, DTF y el indicador de cartera vencida/cartera total. El número de rezagos en el VAR fue 4. Los detalles econométricos están a disposición del interesado.

## Algunas reflexiones

Del análisis anterior se puede deducir lo siguiente: en primer lugar hay diferencias entre el ciclo expansivo del crédito anterior y el actual que bien vale la pena resaltar. Las cifras muestran que los hogares son los que se están endeudando en mayor medida en el ciclo actual. La financiación obtenida se ha dirigido a la compra de bienes de consumo. Al contrario, en el ciclo anterior, los sectores que más se endeudaron fueron las empresas, seguidas de los hogares. Los recursos obtenidos en ese entonces por las familias se dirigieron principalmente a la compra de vivienda.

En segundo lugar, la calidad del crédito de consumo y de vivienda resulta más sensible a choques macroeconómicos, particularmente a los de tasas de interés. Estos son justamente los créditos que toman los hogares, ya sea para financiar su consumo o la adquisición de vivienda. Probablemente, la mayor vulnerabilidad viene del hecho de que los hogares tienen una menor diversificación en cuanto a fuentes de financiación. En efecto, mientras las empresas pueden recurrir a la reinversión de utilidades, al leasing, al crédito de proveedores e inclusive al mercado de capitales (emisión de acciones y bonos). Dada esta vulnerabilidad, resulta hasta cierto punto inquietante el rápido crecimiento del crédito de consumo en los últimos dos años.

Por ahora no se observa un deterioro de la calidad de la cartera, aunque es de señalar que el indicador de calidad ha aumentado ligeramente para el crédito de consumo. Mientras la economía siga mostrando dinamismo y las tasas de interés sigan en niveles relativamente bajos, la capacidad de pago de los hogares seguirá siendo buena y no se verá un mayor deterioro. El problema es que como vimos esos deterioros son rápidos, una vez llega el choque.

Frente a ello, resulta muy importante que los intermediarios financieros mantengan un análisis estricto de los créditos y una labor minuciosa de monitoreo de los mismos. De la misma manera, así como la adopción de una política fiscal anticíclica es necesaria, en el caso de la política financiera un comportamiento similar puede resultar conveniente. Al respecto, si bien es cierto que se han hecho grandes avances en materia de evaluación de riesgo y cubrimiento de cartera desde la crisis, de acuerdo con los indicadores disponibles, se evidencia un rezago en cuanto a las provisiones sobre el crédito de consumo. Ello es especialmente importante por cuanto el riesgo involucrado en este tipo de créditos suele ser mayor, además de que por lo general, no exige garantía, y es justamente esta modalidad de crédito la que mayor dinamismo está mostrando. En este sentido, la discusión sobre la posibilidad de adoptar una provisión contracíclica, tal y como lo ha propuesto el Banco de la República, es conveniente. La idea, por supuesto, no es que los intermediarios realicen un sobre cubrimiento de la cartera, sino que el conjunto de provisiones redunde en una mayor estabilidad del sector en el mediano plazo. Por último, resulta de fundamental importancia que se avance de manera conjunta y rápida en el diseño y puesta en marcha de los SARC para la cartera de consumo, los cuales deben entrar en vigencia en julio del próximo año.

### Todo indica que el estímulo monetario seguirá disminuyendo

La evolución de la inflación, concretamente, los resultados de los últimos tres meses, ha sorprendido de forma negativa al mercado. De esta manera, en marzo se incrementó el porcentaje neto de encuestados que esperan que el Banco de la República continúe con la tendencia alcista en la tasa de intervención durante los próximos seis meses. Así, el balance a esta pregunta (porcentaje de encuestados que considera que las tasas van a subir menos el porcentaje que opina lo contrario) fue de 91% neto frente al 87% neto de febrero. Estas perspectivas se encuentran relacionadas con el comportamiento reciente de la inflación y la reacción esperada por parte del Banco de la República para aplacar las expectativas de inflación. Cabe recordar que durante el primer trimestre del 2007 la inflación acumulada registró 3,18%, cifra que se encuentra a 0,82 puntos porcentuales de la meta puntual establecida (Gráfico 1).

De manera consistente con lo anterior, y como resultado de las medidas implementadas por el Emisor a través del aumento acumulado en la tasa de intervención de 225pb desde abril de 2006, las expectativas de aumentos de inflación para los próximos seis meses disminuyeron con respecto al mes inmediatamente anterior. De hecho, en marzo, -25% neto de los encuestados respondió que espera incrementos en esta variable durante los próximos meses, frente al 50% neto que se obtuvo en febrero. La disminución de las expectativas indica que en la actualidad son más los administradores de portafolio que esperan que el desfavorable desempeño de la inflación en los tres primeros meses del año se va a corregir hacia delante.

### Existe una marcada preocupación por el panorama monetario

Por sexta vez, en forma consecutiva, desde que se aplica la EOF, la política monetaria resultó ser el factor que más inquietud generó a los administradores (60,4% de respuestas). En segundo lugar, se encuentra el panorama económico en el exterior con el 20,9% de respuestas. Por último, con el 5% de respuestas, se ubica la política fiscal.

### Los títulos indexados a la DTF despiertan el mayor apetito en los administradores

El comportamiento del mercado de deuda en Colombia en los primeros meses del año ha estado influenciado por las decisiones del Banco de la República con respecto a la tasa de intervención y por el desempeño de la variación del nivel general de precios.

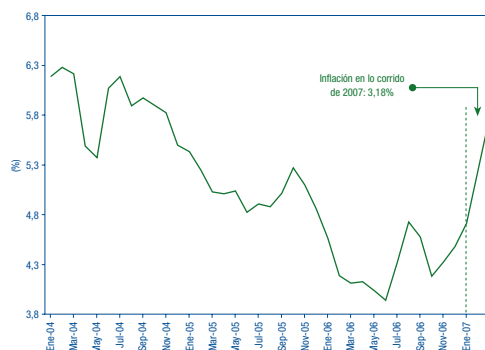
Dado lo anterior, y de acuerdo con los últimos resultados de la EOF el activo más apetecido por los administradores de portafolio son los títulos atados a la DTF. Esto se puede explicar porque esta variable ha mantenido una tendencia alcista desde principios de año debido a los efectos de las mayores tasas de intervención y por la expectativa de que éstas seguirán aumentando en los próximos meses. Así, en marzo de 2007 el 53% neto de los administradores respondió que durante el siguiente mes tiene deseo de invertir en papeles atados a esta variable. En segundo lugar, con el 26% neto se ubicaron los títulos atados al IPC. Así, el Índice de Activo Preferido (IAP) para los TES de corto plazo presentó un nuevo retroceso frente a estos dos títulos.

**Cuadro 1**  
COMPORTAMIENTO DE LAS PRINCIPALES VARIABLES DURANTE EL PERÍODO DE LA ENCUESTA

|                       | Marzo 22 de 2007 | Marzo 30 de 2007 | Variación (%) |
|-----------------------|------------------|------------------|---------------|
| TRM (COP/USD)         | 2.172,60         | 2.155,06         | -17,5         |
| IGBC                  | 10.765,33        | 10.686,38        | -0,7          |
| EMBI (puntos básicos) | 159              | 157              | -2,0          |
| TES agosto 2008       | 9,05%            | 9,00%            | -0,05%        |
| TES julio 2020        | 9,73%            | 9,84%            | 0,11%         |

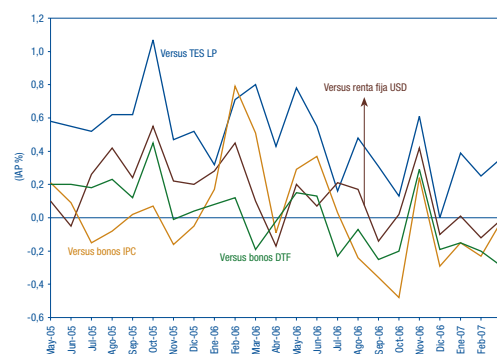
Fuente: Grupo AVAL, Superfinanciera.

**Gráfico 1**  
INFLACIÓN EN COLOMBIA  
2004-2007



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

**Gráfico 2**  
ÍNDICE DE ACTIVO PREFERIDO  
(TES corto plazo)



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo.

### La confianza del consumidor se mantiene estable en un nivel satisfactorio

Los últimos resultados de la Encuesta de Opinión del Consumidor de Fedesarrollo muestran que la confianza de los consumidores se estabilizó en un nivel comparativamente alto. En efecto, después de haber descendido de 37,1 en diciembre de 2006, a 31,9 en enero de 2007 y a 30,2 en febrero, en marzo el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) se ubicó en 30,1 puntos. El nivel del índice para marzo se ubica a 18,5 puntos del promedio histórico (11,6 puntos) (Gráfico 1). Por su parte, el Índice de Expectativas del Consumidor, con un registro de 29,7 puntos, presentó un retroceso mensual de -1,4 puntos, y en términos anuales, de -3,2 puntos.

Finalmente, el Índice de Condiciones Económicas, que refleja la percepción del hogar frente a la situación del año anterior y la disposición para la compra de bienes durables, fue el único indicador que presentó un incremento frente a febrero de 2007. Con un registro de 30,8 puntos, el ICE registró un aumento con respecto al mes anterior de 1,9 puntos, y frente a marzo de 2006, de 5,0 puntos. Como reporta el Gráfico 2, la variación del consumo de bienes durables está estrechamente relacionada con la evolución de los índices de la Encuesta de Consumo de Fedesarrollo, especialmente con el ICE. Por lo tanto, el resultado de la encuesta sugiere que en los primeros meses de 2007 el consumo de bienes durable mantiene el dinamismo observado en 2006.

### De forma consistente con los resultados de la Encuesta de Consumo de Fedesarrollo, 2006 fue un año bastante favorable para el consumo

Las últimas cifras reveladas por el Dane muestran que el cuarto trimestre de 2006 fue un período de marcado dinamismo de la actividad económica. De hecho, comparado con el cuarto trimestre de 2005, el PIB creció a una tasa de 7,97%. Por su parte, el consumo final interno de los hogares registró un crecimiento anual de 6,64%. Al analizar cada uno de los componentes de éste, se concluye que el consumo de bienes durables y semidurables tuvo el mayor dinamismo con un crecimiento de 19,7% y 9,70%, respectivamente.

Este comportamiento había sido anticipado por la Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo durante los últimos meses de 2006. En efecto, durante este período el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) y el Índice de Condiciones Económicas (ICE) registraron los niveles más altos desde que se aplica la encuesta (Gráfico 2).

### Se mantienen las tendencias de consumo

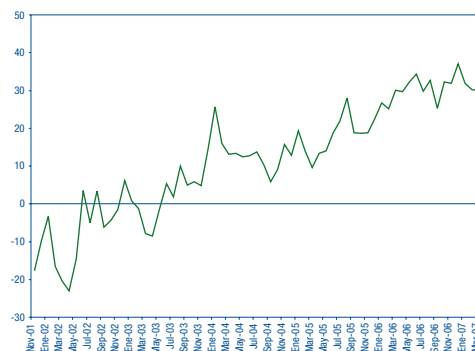
Según los últimos resultados de la EOC de Fedesarrollo los hogares tienen una favorable disposición para la compra de bienes durables y vehículo. En efecto, para los bienes durables el 69,6% de los encuestados manifestó que es un buen momento para la compra este tipo de bienes, el 5,62% indicó que no es ni buen ni mal momento, y el restante 24,8% opinó que es un mal momento. De esta manera, el balance a esta

**Cuadro 1**  
RESUMEN DE RESULTADOS  
ENCUESTA DE CONSUMO

|     | Marzo 2007 | Febrero 2007 | Cambio mensual | Cambio anual |
|-----|------------|--------------|----------------|--------------|
| ICC | 30,1       | 30,2         | -0,1           | 0,1          |
| IEC | 29,7       | 31,0         | -1,4           | -3,2         |
| ICE | 30,8       | 28,9         | 1,9            | 5,0          |

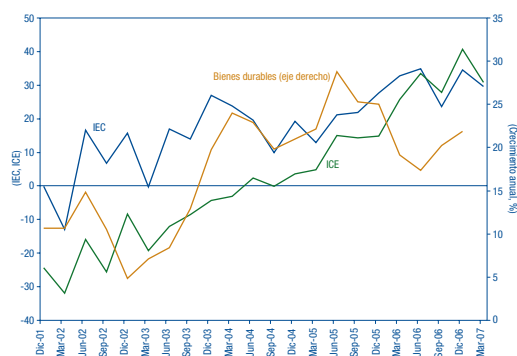
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo.

**Gráfico 1**  
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR



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

**Gráfico 2**  
CONSUMO DE BIENES DURABLES E ÍNDICE DE  
CONDICIONES ECONÓMICAS



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



pregunta se ubicó en 44,8%, cifra superior en 12 puntos porcentuales con respecto al mismo mes del año anterior.

En cuanto a la disposición para la compra de vehículo, el 54,6% de los hogares encuestados indicó que es buen momento, el 2,42% expresó que no es ni buen ni mal momento, y el restante 42,9% manifestó que es mal momento. Así, el balance a esta pregunta se ubicó en 11,7%, cifra superior en 4,3 puntos porcentuales con respecto al registro del mes anterior. La favorable disposición para la compra de vehículo es consistente con las últimas cifras de ventas del sector. En efecto, la variación anual de las ventas registró un 59,9% a marzo de 2007, frente al mismo mes de 2006. El favorable comportamiento de las ventas se debe, en parte, al comercio de carros importados y ha sido impulsado por la apreciación del peso frente al dólar, que en lo corrido del año está cerca del 7% y que reduce el precio en pesos de este tipo de vehículos. En efecto, del total de ventas registrado al finalizar el primer trimestre, el 63,4% correspondió a vehículos importados. El gran dinamismo de las ventas de vehículos también se ha favorecido de la alta disponibilidad de crédito en la economía.

**Frente a febrero de 2007 aumenta la confianza de los estratos bajos**

El Índice de Confianza del Consumidor por estratos muestra unos resultados que apuntan en diferentes direcciones. En primer lugar, la confianza de los estratos altos disminuyó 7,8 puntos respecto al mes anterior y alcanzó un registro de 37,9 puntos (5,8 puntos por encima del valor obtenido en marzo de 2006). En el caso de los estratos bajos, la confianza pasó de 27,0 puntos en febrero a 27,9 puntos en marzo. Sin embargo, con respecto a marzo de 2006 la confianza en los estratos altos disminuyó -1,6 puntos. En el caso de los estratos medios no hubo una variación significativa entre febrero y marzo. De hecho, el ICC para estos estratos registró 31,6 puntos, cifra superior en 0,1 puntos con respecto al registro del mes anterior (Gráfico 4).

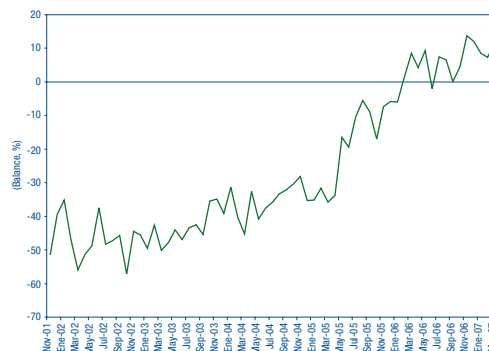
En resumen, la confianza de los hogares en los estratos altos continúa en niveles elevados, a pesar de la reducción de marzo. En el caso de los estratos bajos si bien hubo un incremento, el nivel se ubica aún por debajo de la confianza de hace un año. Finalmente, los estratos medios mantienen su nivel de confianza y no se observan cambios significativos.

**La disposición para la compra de vivienda refleja la dinámica del sector**

En cuanto a la disposición para la compra de vivienda, en marzo de 2007, el 68,4% de los hogares encuestados expresó que es buen momento para adquirir casa, el 28,4% manifestó lo contrario y el restante 3,54% indicó que no es ni buen ni mal momento. Así, el balance a esta pregunta se ubicó en 39,6%, superior en 2,1 puntos porcentuales por encima del promedio histórico.

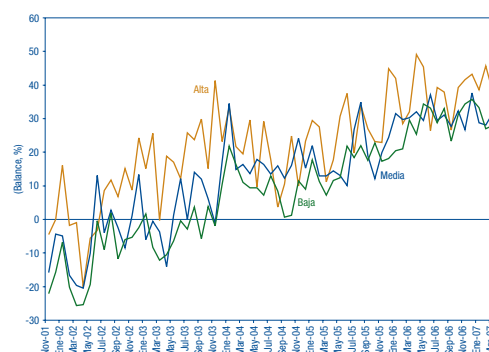
La mayor disposición para la compra de vivienda que se deriva de la EOC ha sido consistente con la evolución de los indicadores del sector. En efecto, a febrero de 2007, la cartera de crédito de vivienda creció a una tasa real anual cercana a 9,9%. Desde junio de 2005 se registran variaciones positivas en el saldo de créditos con este destino, situación que no se presentaba desde la crisis de finales de los noventa. Por otra parte, el área aprobada para la construcción de vivienda a febrero de 2007, registra un crecimiento anual de 32%. Muy seguramente, las favorables tasas de interés de los préstamos hipotecarios y el buen momento de la economía están detrás del buen dinamismo del sector de la construcción en el último año.

**Gráfico 3**  
DISPOSICIÓN PARA LA COMPRA DE VEHÍCULO



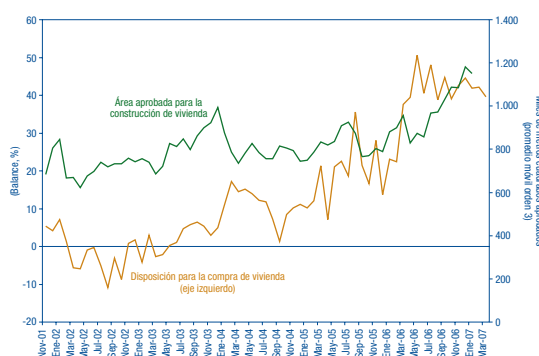
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo.

**Gráfico 4**  
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR (por estratos)



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

**Gráfico 5**  
DISPOSICIÓN PARA LA COMPRA DE VIVIENDA



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

### En febrero de 2007 aumenta la confianza de los industriales

Los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo en el segundo mes de 2007 muestran que la confianza de los industriales continúa creciendo. Así, el Índice de Confianza Industrial (ICI) registró 17 puntos, con un avance de 2 puntos frente al registro del mes inmediatamente anterior. La variación anual del índice es aún más satisfactoria. En efecto, el avance del ICI con respecto a febrero de 2006 es de 5 puntos (Gráfico 1).

### El porcentaje de utilización de capacidad instalada desciende ligeramente

Trimestralmente la EOE de Fedesarrollo incluye una pregunta que indaga acerca del porcentaje de utilización de la capacidad instalada de las empresas. Los últimos resultados correspondientes a febrero de 2007 indican que se situó en 74,5%. Este resultado es inferior en 2 puntos porcentuales al obtenido en noviembre de 2006 (76,4%). Sin embargo, frente al registro de hace un año (70,9%) se encuentra que el porcentaje de utilización de la capacidad instalada aumentó en 3,54 puntos porcentuales (Gráfico 2).

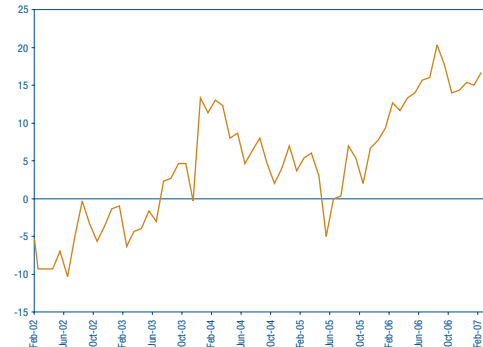
En cuanto a los resultados según actividad industrial, el Gráfico 3 reporta las cuatro actividades industriales que experimentaron un mayor y un menor aumento en el porcentaje de utilización de la capacidad instalada. Dentro del primer grupo, se destacan los sectores de fabricación de maquinaria para oficina, fabricación de otros equipos de transporte, papel y cartón, y minerales no metálicos, con porcentajes de 90,0%, 90,0%, 83,3% y 82,2%, respectivamente. Estos resultados son consistentes con el último reporte de producción de la Muestra Mensual Manufacturera del Dane (febrero 2007). En efecto, tres de las cuatro clases industriales con mayor nivel de utilización de capacidad reportadas por la EOE, también registraron una variación anual de su producción por encima del promedio de la industria. Por otro lado, las clases industriales con los niveles más bajos de utilización son la fabricación de instrumentos médicos, fabricación de equipos y aparatos de radio, tabaco, y edición e impresión con porcentajes de 50,0%, 60,0%, 60,0%, y 67,5%, respectivamente.

Por otra parte, la EOE indaga mensualmente a los industriales si la capacidad instalada de sus empresas es más que suficiente, suficiente o insuficiente frente a la demanda esperada en los próximos doce meses. En febrero de 2007, el 25% manifestó que ésta es más que suficiente, el 64% indicó que es suficiente y el restante 11% que es insuficiente. Así, el balance a esta pregunta (industriales que consideran que la capacidad instalada es más que suficiente menos los que opinan que es insuficiente) se ubicó en 14% neto, lo cual indica una reducción de 8 puntos porcentuales frente al registro del mismo mes del año anterior (22% neto).

### A pesar de un moderado retroceso, las condiciones económicas para la inversión continúan en niveles satisfactorios

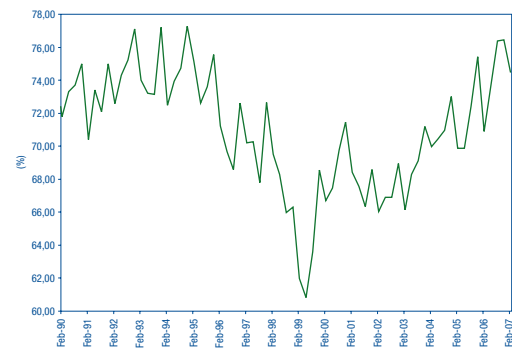
De acuerdo con las últimas cifras de cuentas nacionales reportadas por el Dane, la inversión total en 2006 mantuvo un fuerte dinamismo y se

Gráfico 1  
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL



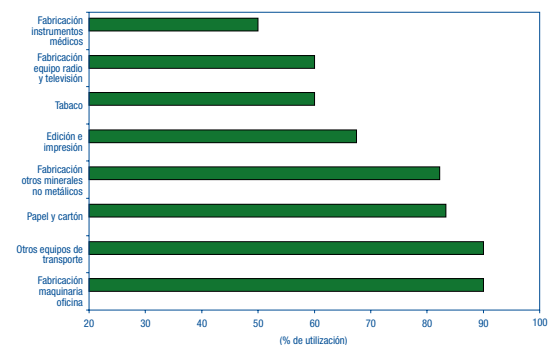
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

Gráfico 2  
PORCENTAJE DE UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA



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

Gráfico 3  
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA POR SECTORES



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

convirtió en uno de los motores de la economía colombiana. En efecto, ésta registró una variación anual de 26,8% en términos reales. Estos resultados son consistentes con la tendencia que se ha visto en los últimos meses, en relación con la percepción que tienen los industriales sobre las condiciones económicas y sociopolíticas para la inversión, obtenidas a través de la EOE de Fedesarrollo. Los resultados más recientes (febrero de 2007) muestran que si bien hubo cierto retroceso en el balance de la pregunta de la percepción sobre las condiciones económicas (39% neto frente a 45% neto de noviembre de 2006), este índice aún se mantiene en niveles satisfactorios. De hecho, la cifra que se registró en febrero de 2007 se encuentra a 58 puntos porcentuales por encima del promedio histórico. Por su parte, el balance de la pregunta correspondiente a la percepción sobre las condiciones sociopolíticas para este primer trimestre de 2007 (37% neto) presentó un incremento de 7 puntos porcentuales con respecto al registro del trimestre inmediatamente anterior (Gráfico 4).

**La inversión del sector industrial en 2006 y perspectivas para 2007**

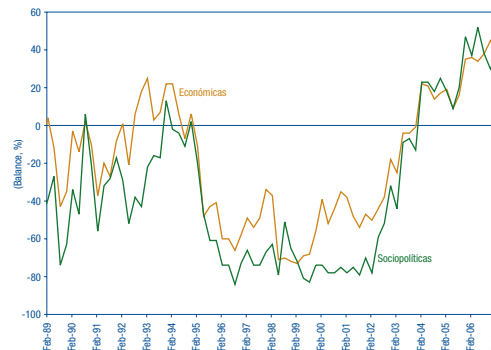
Al finalizar el 2006 el crecimiento anual del PIB en Colombia registró 6,8%. Por el lado de la demanda, el importante dinamismo se explica por el favorable comportamiento del consumo final (5,63%) y la inversión (26,8%). Adicionalmente, dentro de las ramas de la actividad económica se destacaron la inversión en maquinaria y suministro eléctrico que obtuvo un crecimiento de 19,4%, las obras civiles 17,7%, las construcciones y edificaciones 12,1%, y la inversión en equipo de transporte 23,3%. Dado lo anterior, es de esperar que la inversión continúe con la tendencia creciente de los últimos meses.

De esta manera, resulta importante analizar el comportamiento de la inversión por parte de las empresas. Por este motivo, Fedesarrollo aplica en enero de cada año un módulo especial sobre inversión. En éste se indaga sobre los factores que positiva o negativamente influyen en la toma de decisiones de inversión y en las expectativas, así como sobre el destino de la inversión (reposición o expansión de la capacidad instalada) y sobre la ejecución de los planes de inversión en 2006 frente a lo inicialmente esperado.

En esta ocasión se presentan los principales resultados que arrojó la última medición realizada durante enero de 2007. En primer lugar, a la pregunta sobre cuál fue la variación (nominal) de los gastos de inversión en maquinaria, equipo y construcción en 2006, el 42% de los industriales encuestados respondió que aumentaron entre 0% y 25%, mientras el 19% manifestó que aumentaron más del 25%. Por otra parte, el 63% de los industriales indicó que para 2007 espera aumentar el gasto de inversión con respecto al año anterior entre 0% y el 50%. El año anterior, el porcentaje de industriales que manifestó la intención de aumentar su gasto de inversión entre el 0% y el 50%, fue de 62%. Este resultado sugiere que la dinámica en materia de inversión observada en 2006 se podría mantener durante el año en curso (Gráfico 5).

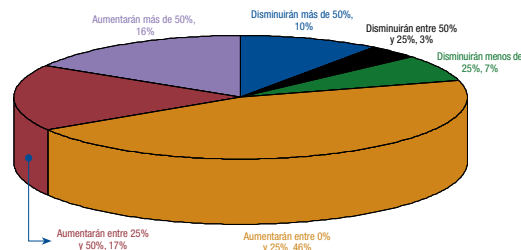
Por otro lado, dentro de los factores que favorecieron la inversión en maquinaria, equipo y transporte durante 2006, se encuentra en primer lugar el alto nivel de demanda interna (20%), seguido por la capacidad organizacional para hacer cambios (17%) y la disponibilidad de recursos financieros propios (11%) (Gráfico 6).

**Gráfico 4**  
CONDICIONES PARA LA INVERSIÓN



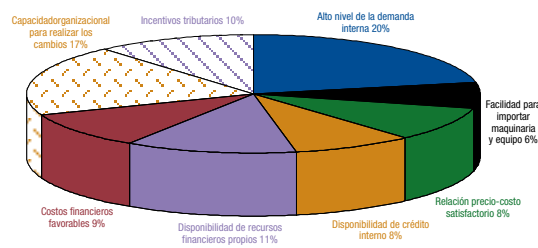
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

**Gráfico 5**  
VARIACIÓN EN LOS GASTOS DE INVERSIÓN (NOMINALES) EN MAQUINARIA, EQUIPO Y RECONSTRUCCIÓN PRESUPUESTADOS PARA 2007



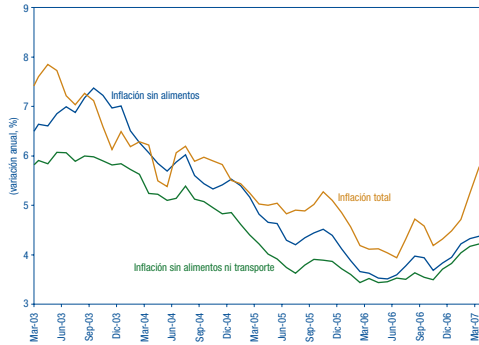
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo. Módulo de inversión

**Gráfico 6**  
PRINCIPALES FACTORES QUE IMPULSARÁN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN PARA 2007 (% de respuestas)



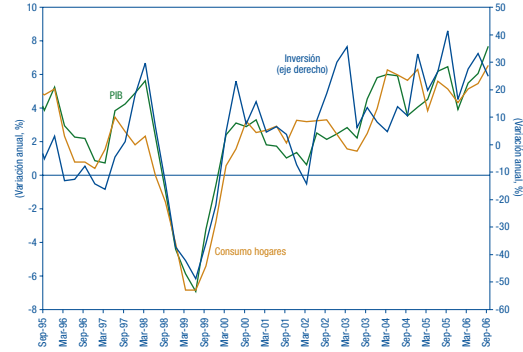
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo. Módulo de inversión

## INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN BÁSICA



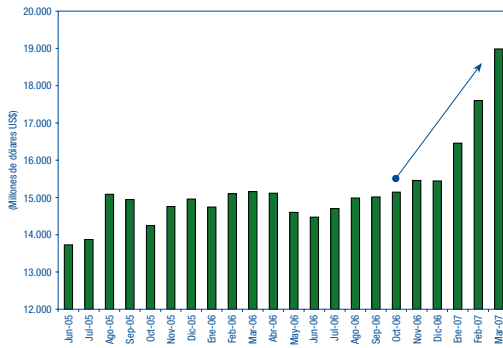
Nota: la inflación sin alimentos ni transporte se construye aislando del IPC total el componente de estos dos grupos. De igual forma se construye la inflación sin alimentos.  
Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

## EVOLUCIÓN DEL PIB, INVERSIÓN Y CONSUMO PRIVADO



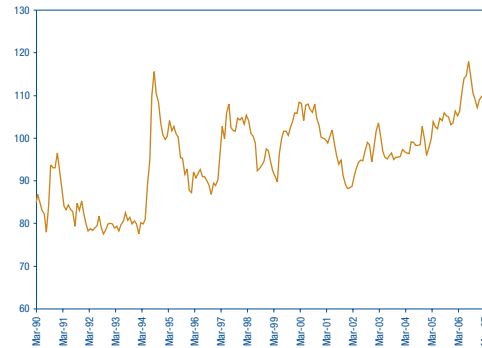
Fuente: DANE.

## RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (Millones de dólares)



Fuente: Banco de la República.

## 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         | 5,3                | 4,8  |
| Consensus (promedio) | 5,5                | 4,8  |
| Más alto             | 6,3                | 5,5  |
| Más bajo             | 5,0                | 4,3  |
| Desviación estándar  | 0,5                | 0,4  |

Fuente: Latinamerican Consensus Forecast.