

TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

49

Abril de 2006



FEDESARROLLO

Director Ejecutivo
Mauricio Cárdenas S.

TENDENCIA ECONÓMICA

Directora
Natalia Salazar F.

Editora
Mónica Hernández F.

Asistente
Carlos Ignacio Patiño F.

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

Editorial: Buenas perspectivas para 2006 y 2007

Actualidad: Sobre el desarrollo del mercado de bonos corporativos y sus determinantes

Encuesta de Opinión Financiera

Encuesta de Consumo

Encuesta de Opinión Empresarial

Indicadores Económicos

Buenas perspectivas para 2006 y 2007

Recientemente el DANE publicó las cifras de crecimiento económico para 2005, con revisiones para los primeros trimestres del año y para 2004. El crecimiento económico en 2005 cerró en 5,13%, confirmando las buenas perspectivas de la mayor parte de los analistas económicos. La variación anual del PIB de 2004 fue revisada de 4% a 4,8%, indicando que la recuperación de la economía colombiana fue más rápida de lo que se pensaba.

Tal y como se esperaba, la metodología de cálculo del deflactor de la industria fue cambiada incorporando los precios de los bienes exportados, de forma que el crecimiento de la misma en 2005 fue de 4%, frente a 2,4% que registraba el boletín de la Muestra Mensual Manufacturera de diciembre. La desaceleración del sector frente a 2004 refleja los efectos dispares que ha tenido la revaluación del peso en la industria colombiana, que ha beneficiado a los sectores importadores de bienes de capital y ha perjudicado a los sectores exportadores y a aquellos que compiten con mercancía importada. La construcción y el comercio siguieron en 2005 con la excelente tendencia observada hasta el tercer trimestre, alcanzando crecimientos de 12,6% y 9,2%. Estos buenos resultados se explican por el crecimiento de las obras civiles y el dinamismo del consumo, respectivamente. Por el contrario, los sectores agropecuario y minero presentaron crecimientos muy pobres, con variaciones anuales de 2,1% y 3%, respectivamente. Por el lado de la demanda, se destacó el buen desempeño de la inversión, cuya variación anual de 29% -concentrada especialmente en el tercer trimestre del año- permitió que la formación bruta de capital fijo como porcentaje del PIB recuperara los niveles observados antes de la recesión, llegando a 22,3% PIB en 2005. El desempeño del consumo total también fue sobresaliente, con un 4,9% de crecimiento, cifra que no se observaba desde el auge económico de 1995; tanto el consumo privado, como el público, contribuyeron a este resultado.

La publicación de la balanza de pagos por parte del Banco de la República también presentó buenas noticias para la economía colombiana. Durante el año pasado se destacaron especialmente los ingresos por concepto de Inversión Extranjera Directa, que alcanzaron 8,4% PIB en 2005 frente a un 3,2% PIB en 2004. Esta cifra refleja las inversiones realizadas por multinacionales en los sectores industrial y financiero, especialmente la transacción relacionada con la venta de Bavaria. También se destaca el desempeño de las exportaciones e importaciones de bienes, cuyo crecimiento de 27% en ambos rubros refleja los altos precios de los *commodities*, el gran

PATROCINADORES:**DAVIVIENDA**

**Titularizadora
Colombiana**
UNA CASA PARA TODOS

dinamismo de la demanda externa y la recuperación de la capacidad adquisitiva de los hogares. El importante monto de remisión neta de utilidades al exterior que se observó en 2004 continuó su tendencia creciente en 2005, alcanzando un nivel de 2,9% PIB, superior en 0,5 puntos del PIB al observado en 2004. Estos componentes contribuyeron al bajo déficit de cuenta corriente de 1,6% PIB.

Con base en estos resultados, Fedesarrollo ha calculado proyecciones de crecimiento económico y balanza de pagos para los años 2006 y 2007. Durante los próximos dos años se espera que la economía colombiana mantenga un buen ritmo de crecimiento, aunque éste será menor al observado durante 2005. La variación anual del PIB será de 4,7% en 2006 y 4,5% en 2007, 0,3 puntos por encima de la proyección de crecimiento publicada en enero de este año (ver *Tendencia Económica* No. 46, Enero 2006).

Por el lado de la oferta, los sectores de la construcción y el comercio se desacelerarán ligeramente, pero seguirán siendo los más dinámicos en los próximos dos años. El sector de la construcción crecerá 9,0% en 2006 y 8,4% en 2007, frente a una variación de 12,6% en 2005. Ello obedece a que se prevé que su ciclo de recuperación finalice, estabilizándose en tasas de crecimiento ligeramente más bajas pero sostenibles y buenos niveles de producción. El sector comercio crecerá 8,5% en 2006 y 7,8% en 2007, ligeramente por debajo del crecimiento observado en 2005. Dos fuerzas actuarán en sentido contrario en el desempeño de este sector en el corto plazo. Mientras que la devaluación en 2006¹ tenderá a disminuir el comercio de bienes importados, el buen desempeño del consumo total, impulsado por las bajas tasas de interés y la entrada en vigencia del TLC en 2007, dinamizará el comercio. Si bien en el balance de fuerzas, la devaluación del peso ganará terreno, será posible que las tasas de crecimiento del sector comercio se mantengan por encima del promedio histórico observado.

Se espera una recuperación significativa de la industria, que alcanzará crecimientos de 5,3% y 6,1% durante los próximos dos años. La tendencia a la devaluación de la tasa de cambio y los beneficios que traerá el TLC, permitirán un crecimiento mayor y más homogéneo al interior del sector manufacturero. Los sectores agropecuario y minero mantendrán el pobre crecimiento observado durante 2005; el agro crecerá a tasas de 2,3% durante los siguientes dos años, reflejando principalmente el ciclo natural de cría-sacrificio característico

del sector ganadero, mientras que el sector minero tendrá una ligera recuperación en 2006 (3,7%), para luego volver a caer a 1,7% en 2007, gracias a la disminución esperada en la producción de petróleo.

Por el lado de la demanda el consumo mantendrá su dinamismo, pero con tasas de crecimiento menores a las de 2005. Ello obedece a que el alto crecimiento del año pasado fue atribuible a la recuperación del consumo de bienes durables, al ritmo de aumento del gasto público y a la revaluación del peso. Si estos factores temporales desaparecen, el consumo privado crecerá 4,5% en 2006 y 4,3% en 2007. Una importante fuente de dinamismo provendrá de las bajas tasas de interés que se observarán todavía en 2006. De hecho, este supuesto es una de las principales causas de la revisión de crecimiento de este componente de la demanda (frente al 4,3% publicado en enero). Si bien es posible que el Banco de la República aumente sus tasas a lo largo de 2006, dados los incrementos esperados en las tasas de interés externas, la liquidez doméstica continuará siendo amplia y tendrá un impacto importante sobre el consumo. Durante 2007, la desgravación arancelaria de varios artículos de consumo, como consecuencia de la entrada en vigencia del TLC, permitirá mantener el dinamismo de este componente de la demanda. Por el lado de la inversión, se espera un crecimiento significativamente menor al observado el año pasado, con tasas de variación reales de 12,5% en 2006 y 9,9% en 2007. Esta menor variación es consistente con niveles de inversión sostenibles, que llegarán a 24% y 25% del PIB en 2006 y 2007, respectivamente. Por su parte se espera una aceleración de las exportaciones y un menor crecimiento de las importaciones durante los próximos dos años (variaciones anuales de 6,7% y 7,6% en exportaciones y, de 12,8% y 10,9%, en importaciones) explicada principalmente por la senda de la devaluación. Sin embargo, el aporte neto del sector externo al crecimiento del producto nacional seguirá siendo negativo.

Finalmente, Fedesarrollo proyecta un déficit de cuenta corriente de -1,7% PIB en 2006 y -2,7% PIB en 2007. La profundización del déficit en 2007 se debe en primer lugar al mayor déficit de balanza comercial, que cerrará en -0,5% PIB en 2006 y -1,2% PIB en 2007. La disminución en los precios de los *commodities* y en las exportaciones de petróleo y la desgravación arancelaria del TLC, que acelerará las importaciones, no podrán ser completamente compensadas por el dinamismo de las exportaciones no tradicionales y la devaluación. En segundo lugar, se espera una profundización del déficit de renta de factores, que pasará de -4,3% en 2006 a -4,7% PIB en 2007, gracias al mayor servicio de la deuda externa pública como consecuencia de las mayores tasas de interés externas y al efecto de la devaluación sobre el saldo de la deuda total.

¹ Según proyecciones de Fedesarrollo la tasa de cambio será \$2.350 al finalizar 2006. El sostenimiento de la tasa de cambio devaluada tiene sus bases en los aumentos esperados en las tasas de interés internacionales (Estados Unidos, Unión Europea y Japón) que reducirán la liquidez mundial y harán menos rentables las inversiones en activos financieros colombianos en relación con el resto del mundo.

Sobre el desarrollo del mercado de bonos corporativos y sus determinantes

En los últimos 15 años el mercado de capitales colombiano ha mostrado avances significativos en su nivel de desarrollo. No obstante, comparado con otros mercados internacionales, particularmente con los existentes en economías emergentes, éste sigue siendo pequeño. En efecto, de acuerdo al FMI (2005), para el año 2004, en Colombia el crédito bancario y la capitalización en el mercado accionario sólo representaron el 18% y el 24% del PIB respectivamente, mientras que para el promedio de mercados emergentes de Asia dicha participación es cercana a 100% y 70% y para los de América Latina, 20.9% y 40.2%. En el caso particular del mercado de bonos colombiano, aunque ha crecido a una tasa acelerada en los últimos años, sus diferentes componentes han mostrado un desarrollo disímil. Frente a un mercado de bonos públicos que crece vigorosamente, el mercado corporativo de bonos se encuentra alejado de una verdadera consolidación, permaneciendo concentrado en un pequeño número de oferentes. Así, pese a los avances logrados tanto en el mercado de bonos como de acciones, el crédito bancario continúa siendo el principal mecanismo externo de financiamiento para las firmas.

El avance del mercado de capitales se debe a varios factores. En primer lugar, las reformas económicas que sucedieron a principios de la década de 1990 han sido importantes. Por ejemplo, la Ley 9 de 1991 permitió la participación del sector financiero en el mercado cambiario así como las inversiones extranjeras de portafolio. Es preciso anotar, sin embargo, que si bien el desarrollo del mercado de divisas ha sido importante, la participación de los fondos de capital extranjero continúa siendo baja (0,4% del PIB). En segundo lugar, las reformas laboral y pensional (Leyes 50 de 1990 y 100 de 1993) incentivaron la aparición de nuevos inversionistas institucionales como los Fondos de Pensiones y de Cesantías, los cuales han jugado un papel fundamental, especialmente los primeros, que son hoy en día los jugadores más grandes en el mercado de capitales; el tamaño de su portafolio pasó de 1% del PIB en 1994 a cerca de 12% del PIB en 2005.

Otro hecho fundamental ha sido el desarrollo del mercado de deuda pública. La emisión de títulos en el mercado doméstico y externo se ha convertido en la principal fuente de financiamiento del Gobierno. A su vez, las necesidades de recursos por parte del sector público han llevado a un crecimiento significativo de este mercado en los últimos años. Finalmente, existen otros factores, directamente relacionados con la institucionalidad y operación del mercado de capitales, que han contribuido a su avance. Dentro de estos se encuentran el desarrollo de los sistemas electrónicos transaccionales y la fusión de las tres bolsas que existían en el país en la Bolsa de Valores de Colombia en el año 2001.

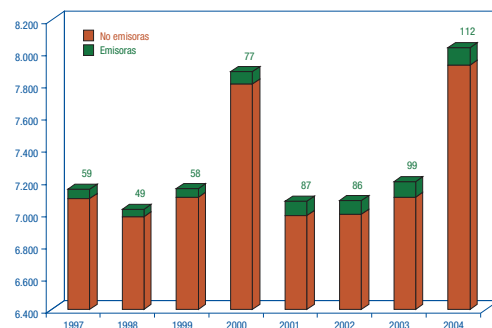
Buena parte del diagnóstico sobre los determinantes del tamaño y desarrollo del mercado de capitales (bonos y acciones)

se ha abordado a través de numerosas encuestas que se han aplicado en el país. Ello ha obedecido fundamentalmente a la dificultad para reunir suficiente información necesaria para aplicar ejercicios de tipo estadístico y econométrico que permitan darle mayor sustento empírico a las diferentes hipótesis. En este sentido, Fedesarrollo se ha embarcado en un estudio para el BID¹, en el cual el esfuerzo fundamental es reunir toda la información posible de diferentes fuentes y aplicar algunos ejercicios que permitan dar respuesta a preguntas como: ¿Cuáles son las características de las empresas, del mercado de capitales y macroeconómicas que explican la probabilidad de que una empresa salga al mercado público de valores a emitir bonos? ¿Cuáles son las características de los inversionistas, del mercado y de la economía que elevan la disposición de los diferentes inversionistas a demandar bonos corporativos? ¿Hace diferencia para una empresa financiarse con bonos frente a otras alternativas de financiamiento? ¿Cuál es el efecto sobre la economía, por ejemplo sobre la estabilidad del sector bancario, del hecho de que las firmas se financien no sólo con crédito sino también con bonos? Si bien el estudio está todavía en desarrollo, aprovechamos esta nota para comentar algunos resultados preliminares de este esfuerzo.

La oferta de bonos

Como señala el Gráfico 1, durante el periodo 1997-2004, un pequeño pero creciente número de firmas participa o ha participado como emisor de bonos en el mercado colombiano. De una muestra de empresas que reportan sus estados financieros a la Superintendencia Financiera y la Superintendencia de

Gráfico 1
NÚMERO DE FIRMAS QUE PARTICIPARON EN EL MERCADO DE BONOS CORPORATIVOS (1997-2004)



Fuente: Superintendencia Financiera, Superintendencia de Sociedades y cálculos Fedesarrollo.

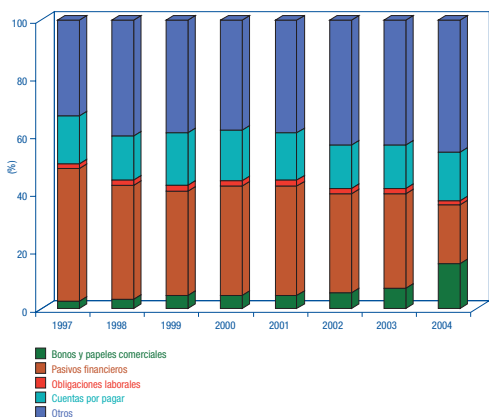
¹ Aguilar, C., M. Cárdenas, M. Meléndez y N. Salazar (2006): "The Development of Latin American Bond Markets: The Case of Colombia" Fedesarrollo, Documento de trabajo preliminar, febrero.

Sociedades, cuyo tamaño fluctúa entre 6.000 y 8.000 firmas, se encuentra que no más de 112 firmas han sido emisoras de bonos. Si bien éste es un número pequeño, ha venido aumentando en el tiempo. Efectivamente pasó de cerca de 60 empresas en 1994 a 112 en 2004. Cerca del 75% de las empresas emisoras están concentradas en el sector de servicios y el manufacturero y, sólo pocas firmas del sector de la construcción, agrícola y del comercio han participado en este mercado.

Del análisis comparativo entre firmas emisoras y no emisoras se desprende que la principal diferencia entre estos dos grupos hace referencia al tamaño de las firmas. Son las firmas más grandes las que han emitido bonos y ésta es una característica que se ha venido haciendo más evidente con el tiempo. Así, mientras que en promedio, en 1997 los activos reales medios de los emisores eran 32 veces más grandes que los de los no emisores, en 2004 dicha relación llegó a 80. Por otro lado, el apalancamiento medio de las firmas emisoras² presenta un patrón más alto que el de las no emisoras. En el caso de las firmas emisoras, el apalancamiento medio fluctúa entre 46% y 55% durante los primeros años de la muestra, mientras que para las no emisoras, éste fluctúa entre 47% y 42% durante el mismo periodo. Adicionalmente, al analizar detalladamente la composición de los pasivos de las firmas, se observa que ha ocurrido un proceso de sustitución parcial entre las fuentes de financiamiento: la participación promedio de los bonos ha aumentado mientras que la participación de la deuda financiera ha disminuido (Gráfico 2). Por último, las cifras agregadas también muestran que el número de emisiones ha disminuido, pero el tamaño promedio de emisión ha aumentado (Gráfico 3).

Para acercarse a la percepción que empresas e inversionistas tienen sobre la posibilidad de financiarse a través de bonos y

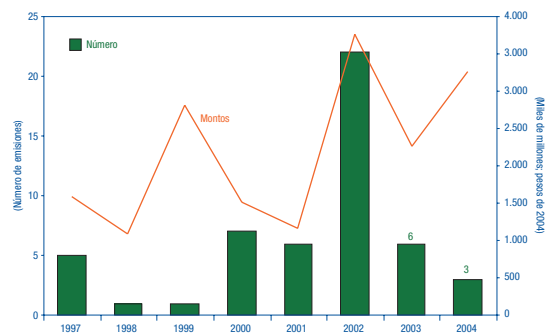
Gráfico 2
COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS TOTALES DE LAS EMPRESAS (1997-2004)



Fuente: Superintendencia Financiera, Superintendencia de Sociedades y cálculos Fedesarrollo.

² Medido como la relación entre pasivos totales y activos totales.

Gráfico 3
NÚMERO Y MONTO DE LAS EMISIONES DE BONOS CORPORATIVOS (1997-2004)

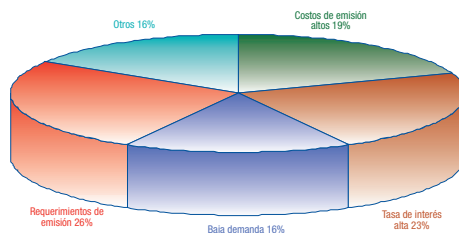


Fuente: Superintendencia Financiera y cálculos Fedesarrollo.

sobre sus dificultades y ventajas, el estudio también aplicó una encuesta a cada grupo de actores. Algunos resultados merecen comentarse. Por ejemplo, frente a la pregunta sobre las razones para cambiar su estrategia de financiamiento, las firmas que en algún momento habían emitido bonos, pero dejaron de hacerlo, manifestaron que los requerimientos para la emisión y los costos asociados a ésta son factores importantes que limitan la continuidad de su participación en el mercado de bonos (Gráfico 4). Así mismo, la inquietud sobre el hecho de que la emisión de la empresa no sea demandada y las altas tasas de interés asociadas al instrumento juegan un papel importante en la decisión de las firmas. Por último, los resultados sugieren que las empresas no tienen un buen conocimiento de esta alternativa de financiación y también, de manera interesante, que si el mercado demandara emisiones más pequeñas, un mayor número de firmas estaría interesado en emitir bonos.

Adicionalmente, la encuesta indagó sobre las ventajas relativas de los diferentes tipos de financiamiento. Al comparar la alternativa de financiamiento a través de bonos frente a la alternativa del crédito, 33% de las firmas considera que la ventaja principal de la primera es la posibilidad de obtener financiación de largo plazo. El 23% considera que la disponibilidad de alternativas de indexación asociada con esta opción es otro as-

Gráfico 4
PRINCIPALES RAZONES PARA CAMBIAR LA ESTRATEGIA DE FINANCIAMIENTO



Fuente: Fedesarrollo.

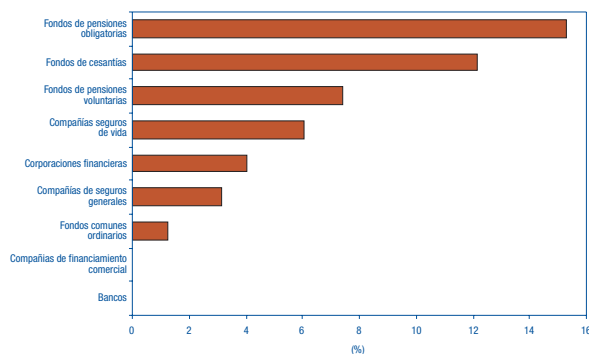
pecto interesante. Finalmente, el 18% considera que las tasas de interés asociadas al instrumento son el aspecto menos favorable de la alternativa.

Los ejercicios econométricos consistieron en analizar cuáles son las variables que incrementan o disminuyen la probabilidad de que las firmas emitan bonos. En las estimaciones se incluyen variables que recogen las características de las firmas (tamaño, apalancamiento y rentabilidad, entre otras), las características del mercado (tamaño del mercado corporativo relativo al mercado público de bonos, el costo de inscripción y autorización por cada peso emitido) y el entorno macroeconómico (M3/PIB, tasa de interés real y tasa de cambio real). Sin entrar en los detalles econométricos, vale la pena resaltar algunos resultados preliminares. El principal es que las firmas de mayor tamaño presentan una probabilidad más alta de emitir bonos para financiar sus actividades. Por otro lado, la probabilidad de emplear este tipo de financiamiento es mayor para aquellas firmas que presentan una historia de participación activa en el sector financiero. Así mismo, las firmas con un mayor nivel de rentabilidad presentan una mayor probabilidad de obtener financiamiento en el mercado de bonos. Finalmente, el signo de la variable que recoge el efecto de los costos de la emisión de bonos es negativo y significativo, lo cual corrobora los resultados de la encuesta en el sentido de que el costo de la emisión es uno de los factores más relevantes que limitan la emisión de bonos por parte de las empresas colombianas.

La demanda de bonos

Desde el punto de vista de la demanda, los mayores inversionistas en Colombia son los Fondos de Pensiones cuyo portafolio representa el 50% del portafolio total de inversión en 2004. A estos le siguen los bancos comerciales y las corporaciones financieras. Como señala el Gráfico 5, los Fondos de Pensiones son los inversionistas que presentan una mayor participación de inversiones en bonos corporativos dentro de su portafolio total

Gráfico 5
PARTICIPACIÓN DE LOS BONOS CORPORATIVOS EN EL PORTAFOLIO TOTAL DE LOS INVERSIONISTAS, 2004



Fuente: Superintendencia Financiera y cálculos Fedesarrollo.

(16%). Al respecto, cabe anotar que aunque estos inversionistas institucionales presentan la mayor participación de bonos corporativos en su portafolio, dicho porcentaje se ubica por debajo del máximo impuesto por la regulación (30%).

La encuesta realizada a los inversionistas con el fin de medir sus percepciones sugiere que dentro de los factores que limitan la participación de los inversionistas en dicho mercado se encuentran la falta de un índice de referencia y de una curva de rendimientos de largo plazo, la baja capitalización actual del mercado de bonos y la baja liquidez del mercado secundario. Adicionalmente, más del 50% de encuestados considera que el marco regulatorio es altamente restrictivo. En efecto, el 80% de los inversionistas consultados manifiesta que, de eliminarse las restricciones que impone la regulación en la localización de sus portafolios, incrementaría su participación de bonos domésticos corporativos. Esto podría resultar hasta cierto punto inconsistente con el hecho de que para la mayoría de inversionistas la participación de los bonos en los portafolios está por debajo de los límites de la regulación. Sin embargo, hay otras restricciones legales como los requerimientos de rentabilidad mínima o de calificación mínima de los títulos para algunos inversionistas, que en su conjunto pueden ser un obstáculo para que los grandes inversionistas demanden más bonos de empresas colombianas.

Actualmente, se están llevando a cabo algunos ejercicios econométricos que buscan identificar los determinantes de la tenencia de bonos corporativos por parte de los inversionistas. En particular, se está estudiando el efecto que puede tener en la decisión del inversionista aspectos como el tamaño del portafolio de la entidad, el tamaño promedio de la emisión y la participación de los bonos públicos en las inversiones totales. Es de esperar que a mayor tamaño del portafolio del inversionista, mayor es la necesidad de diversificación y por lo tanto mayor la demanda de bonos corporativos. Así mismo, es posible que las emisiones pequeñas no sean atractivas para un inversionista, dado que el instrumento puede resultar poco líquido y, frente a cualquier cambio en el mercado, los cambios en precios y valoración pueden ser significativos. Finalmente, es probable que el significativo tamaño del mercado de bonos públicos se convierta en un factor que *desplaza* la demanda por bonos corporativos.

Como lo hemos mencionado a lo largo de esta nota, los resultados aquí presentados son preliminares. Sin embargo, de estos ya se pueden extraer algunos temas sobre los cuales bien vale la pena pensar. Algunos de estos son los costos asociados a las emisiones y los requerimientos para que las empresas puedan acceder al mercado público de valores. Otro tema interesante es el del tamaño mínimo que debe tener una emisión. Si bien esto puede resultar fundamental para que los inversionistas encuentren el instrumento atractivo, es una limitante para que firmas de menor tamaño puedan obtener financiación a través de bonos. Finalmente, si bien el desarrollo del mercado de deuda pública ha tenido efectos bastante positivos, resulta importante analizar con mayor detalle hasta dónde este puede poner un límite al desarrollo del mercado privado.

El comportamiento del dólar generó cambios en las expectativas de los administradores de portafolio

Como consecuencia del comportamiento del dólar durante los últimos días de marzo, las expectativas sobre su evolución en los próximos seis meses cambiaron frente a lo señalado en febrero. En marzo, el 20% neto manifestó que espera una depreciación, mientras que en febrero el 29% neto había manifestado que esperaba una apreciación (Cuadro 1). Este cambio en la percepción sobre la evolución de la tasa de cambio se reflejó en las expectativas de inversión para el próximo mes, como se comenta más adelante. Adicionalmente, las expectativas de inflación también mostraron una variación significativa. Aunque estas continúan favorables, en marzo, sólo el 10% neto espera que la inflación continúe con su tendencia decreciente en los próximos seis meses. De esta forma, una gran proporción de administradores encuestados considera que la política monetaria expansiva deberá ser abandonada en los próximos meses. De hecho, el 40% neto considera que la tasa de intervención del Banco de la República aumentará en los próximos seis meses. Teniendo en cuenta la evolución de las expectativas de inversión (reportadas en la segunda sección), los resultados de la encuesta indican que los administradores de portafolio apuestan a un cambio en la postura de la política monetaria y al cumplimiento de la meta de inflación para 2006.

Leve incremento en el Índice de Aversión al Riesgo

En marzo, los administradores de portafolio encuestados manifestaron la intención de incrementar su posición en bonos atados a la DTF, TES de corto plazo, renta fija en dólares y renta fija en otras monedas. En el primer caso, el porcentaje neto de administradores que desea incrementar su posición en este tipo de activos pasó de 33% a 47% entre febrero y marzo. En el caso de los TES de corto plazo, la intención de incrementar la posición se redujo de 45% a 28%. Por otro lado, de forma consecuente con las expectativas de depreciación, la intención de incrementar la posición de renta fija en dólares pasó de 0% en febrero a 18% en marzo. Por último, la renta fija denominada en otras monedas diferentes al dólar pasó de tener un balance negativo (-4%) en febrero a uno positivo (10%) en marzo.

Finalmente, el Gráfico 2 reporta la evolución del Índice de Aversión al Riesgo (IAR), calculado a partir de los resultados de la Encuesta de Opinión Financiera. El gráfico también presenta la evolución de las expectativas de inversión en acciones colombianas y renta fija denominada en dólares, los dos activos más volátiles del conjunto de activos incluidos en la encuesta. De acuerdo a la construcción del IAR y dado que las acciones son el activo con la mayor volatilidad, se observa que a medida que disminuye el apetito por acciones, el IAR tiende a aumentar. Lo anterior implica que la aversión al riesgo por parte de los administradores de portafolio ha venido aumentando desde enero de 2006. Esta mayor aversión al riesgo se ha visto reflejada principalmente en la posición de efectivo y en la duración de los portafolios. En efecto, el 53% neto de encuestados espera reducir la duración de su portafolio en el próximo mes.

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

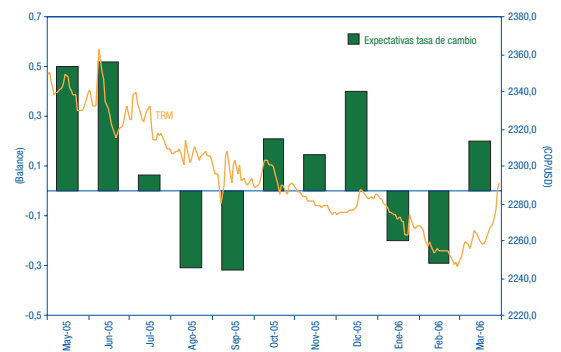
	Marzo	Febrero	Cambio (puntos)
Tasa de intervención BanRep	40	7	33
Inflación	-10	-61	51
Tasa de cambio*	20	-29	49
Spread	47	-17	64
Crecimiento económico	30	35	-5

(+): Aumentará; *Depreciación

(-): Disminuirá; *Apreciación

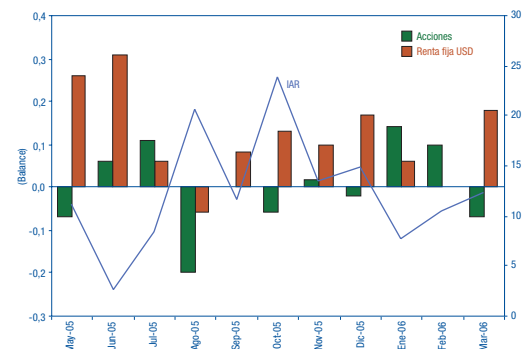
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC-Fedesarrollo.

Gráfico 1
TRM DIARIA Y EXPECTATIVAS DE TASA DE CAMBIO



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo y Banco de la República.

Gráfico 2
ÍNDICE DE AVERSIÓN AL RIESGO Y EXPECTATIVAS DE INVERSIÓN



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo.

La Confianza del Consumidor alcanza máximo histórico

La confianza del consumidor (ICC) alcanzó en marzo un nuevo máximo histórico al presentar un registro de 30,0 puntos, más de 20,0 puntos por encima del registro del mismo mes del año anterior y casi 5,0 puntos por encima del registro de febrero de 2006 (Cuadro 1). De esta forma se consolida la tendencia creciente de la confianza de los consumidores en el país (Gráfico 1). Este hecho se ha visto reflejado en mayores tasas de crecimiento del consumo, particularmente de bienes durables, durante los últimos meses. En efecto el consumo final de los hogares creció a una tasa cercana al 4,9% durante 2005, mientras que el componente de durables aumentó a una tasa de 19,4% durante el mismo periodo. Así, como señala el Gráfico 2, este nuevo repunte en la confianza de los hogares hace pensar que durante el primer trimestre del presente año, el consumo de los hogares continuará con el buen dinamismo del año anterior.

El balance del componente del ICC que mostró el mejor desempeño en marzo es el de las expectativas sobre la situación económica del hogar en los próximos doce meses. Con un incremento anual de 31,5 puntos, el 32,6% neto de hogares encuestados manifestó que espera que la situación económica del hogar mejore en los próximos meses. Por otro lado, a la pregunta que indaga sobre la situación del hogar frente al año anterior el 18,8% neto respondió que la situación ha mejorado, lo cual significa un incremento de 24,2 puntos respecto al balance de marzo de 2005. De forma consistente con el buen resultado de la pregunta que indaga sobre las expectativas de la situación del hogar, el Índice de Expectativas del Consumidor (IEC) presentó un registro de 32,8 puntos en marzo, 20,0 puntos superior al registro del año pasado. Así, adicional al elevado nivel de confianza que se observa actualmente, las expectativas señalan que estos niveles se continuarán observando en los próximos meses.

La confianza en los estratos bajos muestra signos de desaceleración

Si bien el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) presentó incrementos en los tres estratos (bajos, medios y altos), la confianza en los estratos bajos no mostró el dinamismo observado en los dos primeros meses del año. En efecto, mientras que entre febrero y marzo la confianza en los estratos medios y altos aumentó 7,6 y 10,0 puntos respectivamente (para ubicarse en 31,0 y 28,5), en los estratos bajos sólo aumentó 2,8 puntos y se ubicó en 29,9. De esta forma, los estratos altos presentan el mayor nivel de confianza, hecho que no se observaba desde noviembre de 2005. Lo anterior no implica que la confianza en los estratos bajos se esté deteriorando. Por el contrario, frente al registro del año anterior, la confianza en estos estratos ha aumentado 22,7 puntos (Gráfico 3).

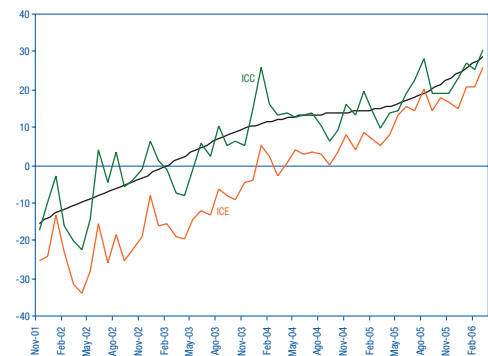
En cuanto al ICC por ciudades, el hecho más notorio es el fuerte incremento que presentó la confianza en Barranquilla. Con un registro de 42,7 puntos, el ICC aumentó 21,0 puntos respecto a febrero y 17,6

Cuadro 1
RESUMEN DE RESULTADOS
ENCUESTA DE CONSUMO

	Febrero 2006	Enero 2006	Cambio mensual	Cambio anual
ICC	30,0	25,1	4,9	20,4
IEC	32,8	28,1	4,7	20,0
ICE	25,8	20,6	5,2	21,1

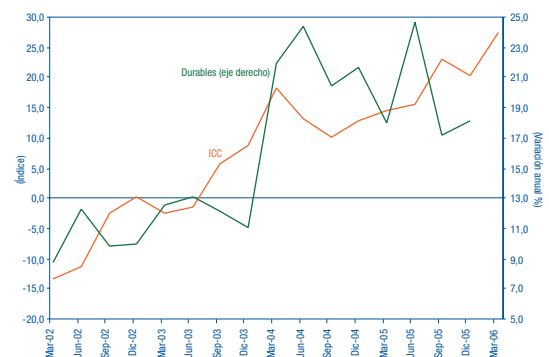
Fuente: Encuesta de Consumo de Fedesarrollo-Invamer.

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y DE CONDICIONES
ECONÓMICAS



Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Invamer.

Gráfico 2
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y VARIACIÓN DEL
CONSUMO DE BIENES DURABLES



Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Invamer. DANE.

puntos respecto al año anterior. Como consecuencia, Barranquilla se ubica como la ciudad con el mayor nivel de confianza. Para Bogotá, Medellín y Cali el ICC fue 29,7, 24,7 y 26,1 respectivamente. Estos registros significan incrementos anuales notables, por encima de 20,0 puntos para el caso de Bogotá y Medellín, y cercano a los 18,0 puntos para el caso de Cali.

Alta disposición para la compra de vivienda y bienes durables

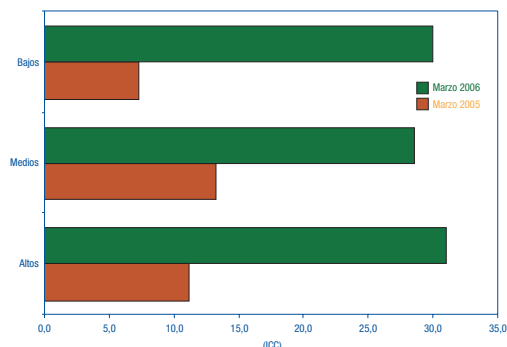
Como resultado de la fuerte competencia que se ha visto durante los últimos meses en el crédito hipotecario, las condiciones para la compra de vivienda han mejorado sustancialmente en el presente año. En efecto, según los resultados de la Encuesta de Consumo de Fedesarrollo, el 67,4% de los hogares encuestados manifiesta que es un buen momento para la compra de vivienda, mientras que el 29,9% manifiesta lo contrario. De esta forma, el balance de esta pregunta se ubica en 37,5%, lo cual representa un incremento de 15,1 puntos porcentuales respecto al mes anterior y de 16,2 puntos respecto a marzo de 2005. Como señala el Gráfico 4, las mejores condiciones se han visto reflejadas en la actividad constructora. En efecto, el área aprobada para la construcción de vivienda aumentó en enero cerca de 34,0% respecto al mismo mes del año anterior.

En cuanto a los bienes durables como muebles y electrodomésticos, en marzo el 63,5% de los hogares encuestados considera que es un buen momento para la compra de este tipo de bienes, mientras que el 30,6% considera que es un mal momento. Así, con un incremento anual de 17,9 puntos, el balance de esta pregunta se ubica en 32,9%. Finalmente, en la edición anterior se mencionó que la disposición para la compra de vehículo había alcanzado un balance positivo, es decir, el porcentaje de encuestados que considera que es un buen momento fue superior al que considera lo contrario. En marzo, dicha tendencia continúa: mientras que el 52,3% manifiesta que las condiciones actuales son favorables para la compra de vehículo, el 43,7% considera lo contrario. De esta forma, el balance de esta pregunta se ubica en 8,6%, 44,3 puntos por encima del balance observado en marzo de 2005.

Expectativas de menores tasas de interés de los préstamos

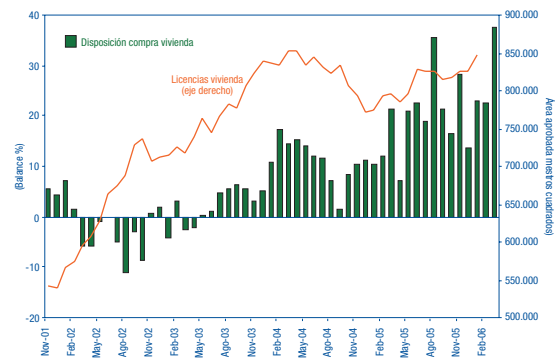
Uno de los aspectos que incentiva la compra de vivienda, bienes durables y vehículos es la reducción que se ha observado en las tasas de interés de colocación. Este hecho ha incentivado a los hogares a recurrir al endeudamiento para adquirir este tipo de bienes. Como señala el Gráfico 5, la reducción en la tasa de interés de colocación de créditos de consumo ha afectado las expectativas de tasa de interés para los próximos doce meses. Mientras que en febrero el 42,2% de los hogares encuestados esperaba que dicha tasa aumentara, en marzo dicho porcentaje bajó a 39,5%. Adicionalmente, el porcentaje de encuestados que espera que la tasa de interés de los préstamos baje pasó de 18,7% a 25,0% entre febrero y marzo. De esta forma, el balance de esta pregunta registró una caída de 9,0 puntos.

Gráfico 3
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR POR ESTRATOS



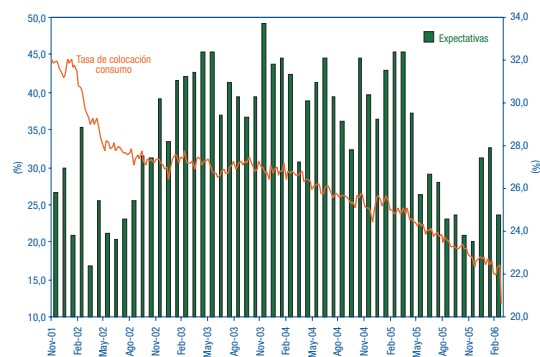
Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Invaer.

Gráfico 4
DISPOSICIÓN PARA LA COMPRA DE VIVIENDA Y LICENCIAS PARA LA CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDA



Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Invaer. DANE.

Gráfico 5
EXPECTATIVAS DE TASA DE INTERÉS DE LOS PRÉSTAMOS



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

Buen comienzo de año para la industria

De acuerdo a la Muestra Mensual Manufacturera del DANE, en lo corrido del año la producción industrial real (sin trilla de café) ha crecido 5,9% y las ventas reales 6,8%. Las clases industriales que han contribuido al comportamiento de la producción han sido los minerales no metálicos, con un aporte cercano a 2,0 puntos; los productos de molinería y almídonos, con una contribución de 0,7 puntos; y los vehículos automotores al igual que ingenios y refinerías, con aportes iguales a 0,4 puntos. De esta forma, estas cuatro clases industriales representan más de la mitad de la variación de la producción industrial. Por otro lado, la industria básica de hierro y acero junto con la refinación de petróleo, fueron los sectores con la menor contribución al desempeño de la producción, -0,3 y -0,7 puntos, respectivamente.

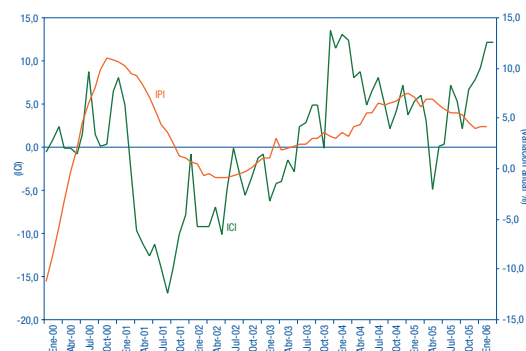
Consistente con este buen desempeño, el Índice de Confianza Industrial (ICI), calculado a partir de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, presentó en febrero un registro igual a 12,0 puntos (Gráfico 1). Así, respecto al mismo mes del año anterior, el ICI aumentó cerca de 6,7 puntos. Adicionalmente, las cifras preliminares de marzo señalan un registro igual (12,0 puntos), lo cual implicaría un nuevo incremento anual de 6,0 puntos. Con este nuevo incremento, la confianza de los industriales retorna a los niveles observados a principios de 2004, cuando el ICI alcanzó registros cercanos a 14,0 puntos. De acuerdo con estos resultados, es de esperar que la industria cierre el primer trimestre del año con un desempeño satisfactorio.

En cuanto a los componentes del ICI, el nivel de pedidos y el de existencias son los que mejor desempeño muestran durante los primeros meses del año. En efecto, en febrero, el 11,0% de los industriales encuestados manifestó que su nivel de existencias es alto, 78,0% que es normal y 11,0% que es bajo. De esta forma, el balance de esta pregunta se ubicó en 0%. En cuanto al nivel de pedidos, el balance de febrero registró un incremento de 7,0 puntos porcentuales frente al registro de enero. Aunque el balance continúa negativo (-5,0%), las cifras preliminares de marzo señalan un nuevo incremento de 8,0 puntos, para llegar a un 3,0% neto que considera que su nivel de pedidos es alto. Finalmente, en febrero, las expectativas de producción para los próximos tres meses presentaron una leve mejoría frente al mes anterior. Mientras que en enero el 45,0% de los industriales encuestados manifestó que esperaba que la producción aumentara durante los próximos tres meses y el 5,0% manifestó lo contrario (un balance de 40,0%), en febrero dichos porcentajes fueron 44,0% y 3,0%, respectivamente (un balance de 41,0%). No obstante, cabe señalar que el porcentaje de encuestados que considera que la producción se va a mantener constante en los próximos tres meses pasó de 50,0% en enero a 53,0% en febrero.

Mayores expectativas de empleo en la industria

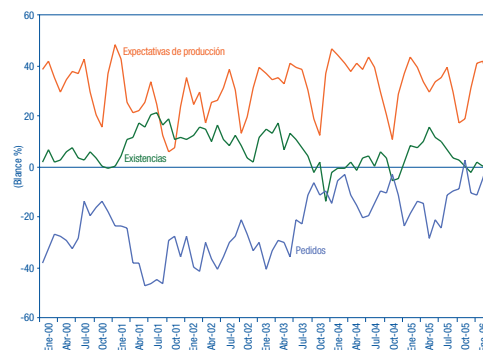
Trimestralmente, la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo pregunta a los empresarios acerca de las expectativas de empleo para los

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL Y VARIACIÓN DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL REAL



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

Gráfico 2
COMPONENTES DEL ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL



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

Gráfico 3
EXPECTATIVAS DE EMPLEO EN LA INDUSTRIA



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

próximos tres meses. Los resultados para el primer trimestre del año son positivos en esta materia. Comparado con el trimestre inmediatamente anterior, el porcentaje de industriales que espera que el número de empleados aumente pasó de 18,0% a 17,0%. No obstante, el porcentaje de industriales que espera que el nivel de ocupación disminuya pasó de 10,0% a 7,0%. Así, el balance de las expectativas de empleo para los próximos tres meses presentó un incremento de 2,0 puntos. Dada la alta correlación observada entre las expectativas y la variación anual del empleo industrial (Gráfico 3), es de esperar que la dinámica del empleo se mantenga o mejore en los próximos meses.

Los industriales manifiestan que el contrabando cayó durante el primer trimestre del año

De acuerdo con las percepciones de los industriales encuestados por Fedesarrollo, durante el primer trimestre del año el problema del contrabando ha presentado signos de mejoría. Mientras que el 26,0% de los encuestados manifiesta que el contrabando durante el último trimestre ha sido menor, sólo el 17,0% considera lo contrario, lo cual significa un porcentaje neto igual a -9,0%. Aunque frente al trimestre inmediatamente anterior dicho balance significa un leve retroceso (aumento de 5,0 puntos), frente al mismo trimestre del año anterior, la evolución es más favorable. En efecto, en el primer trimestre de 2005 el 30,0% manifestó que el contrabando había sido mayor y el 38,0% manifestó lo contrario, lo cual significa una caída de 1,0 punto en el porcentaje neto.

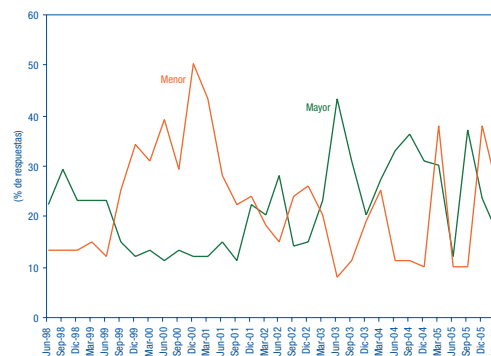
La confianza de los comerciantes continúa elevada

Si bien en febrero el Índice de Confianza Comercial (ICCO) registró un leve retroceso frente al dato de enero (3,0 puntos menos), éste presentó un notable incremento (11,0 puntos) frente al año anterior. Como se ha mencionado en ediciones anteriores, los altos índices de confianza en el comercio son consistentes con la dinámica que ha mostrado el sector en los últimos meses (Gráfico 5). El mayor consumo por parte de los hogares colombianos se ha traducido en un mayor nivel de pedidos para el sector.

Aumentan las ventas frente al mes anterior

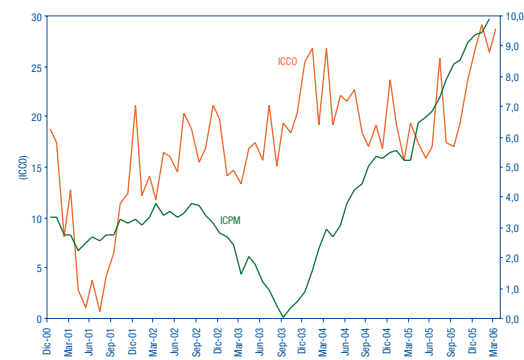
En febrero, el 42,0% de los comerciantes encuestados manifestó que las ventas del mes, comparadas con las del mes anterior habían aumentado. Contrario a esto, el 24,0% manifestó que sus ventas habían disminuido frente al mes anterior. El restante 34,0% manifestó que las ventas se mantuvieron constantes. Así, con un balance de 18,0%, el incremento observado frente a febrero de 2005 fue de 18,0 puntos (Gráfico 6). Adicionalmente, las cifras preliminares de marzo señalan un nuevo incremento en el balance de la pregunta que indaga sobre el comportamiento de las ventas. Mientras que el 53,0% manifiesta un aumento respecto a las ventas del mes anterior, sólo el 19,0% manifiesta lo contrario. De esta forma, se obtiene un balance preliminar de 34,0%, 41,0 puntos superior al balance observado en marzo de 2005.

Gráfico 4
¿EL CONTRABANDO QUE SE PRESENTA EN ACTIVIDADES SIMILARES A SU EMPRESA DURANTE EL ÚLTIMO TRIMESTRE FUE?



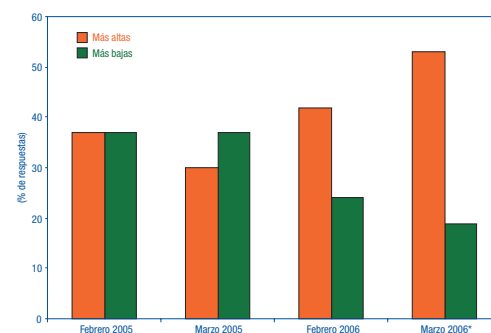
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (E.O.E.) de Fedesarrollo.

Gráfico 5
ÍNDICE DE CONFIANZA COMERCIAL Y VARIACIÓN DE LAS VENTAS AL POR MENOR



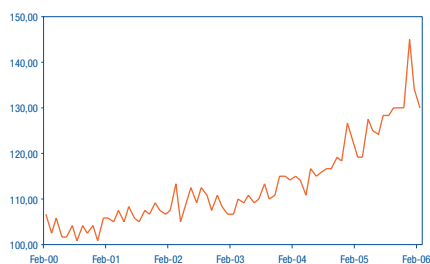
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (E.O.E.) de Fedesarrollo y DANE.

Gráfico 6
VENTAS DEL MES COMPARADAS CON EL MES ANTERIOR Y MARZO (promedio)



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

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

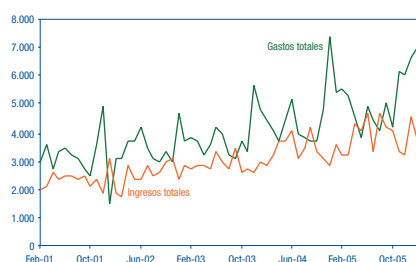


* Serie desestacionalizada.
Fuente: DANE.

Fecha	ICP	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (febrero 2006)	129,7	-3,1	9,0
Dato anterior (enero 2006)	133,9	-7,7	8,7

Situación fiscal

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

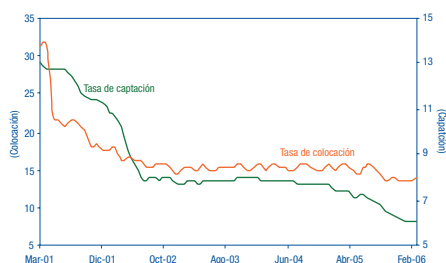


Fuente: Confis.

Fecha	Ingresos	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (febrero 2006)	3.685	14,7	15,3
Dato anterior (enero 2006)	4.541	28,0	15,3
Fecha	Egresos	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (febrero 2006)	6.959	27,0	12,9
Dato anterior (enero 2006)	6.586	21,6	11,6
Fecha	Déficit/superávit	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (febrero 2006)	-3.274	-44,3	-6,4
Dato anterior (enero 2006)	-2.045	-9,5	-0,8

Situación monetaria

TASA DE INTERÉS
(Efectiva anual, marzo de 2006)



Fuente: Banco de la República.

Tasas de interés nominales/reales	Marzo 2005	Febrero 2006	Marzo 2006
Captación	7,4/2,3	6,0/1,7	6,0/1,8
Colocación	15,8/10,3	13,4/8,9	13,8/9,3

Sector real

DESEMPEÑO DE LA INDUSTRIA
(Febrero de 2006)

Descripción	Variación real anual	
	Producción	Ventas
Total sin trilla	5,58	8,07
Total con trilla	4,63	7,15
Principales sectores con variación de producción mayor al promedio		
Productos minerales no metálicos	46,18	28,75
Maquinaria de uso especial	41,10	72,16
Productos de cerámica no refractaria, para uso no estructural	34,22	33,12
Fabricación de otros tipos de equipo de transporte	32,74	41,96
Industrias básicas de metales preciosos y metales no ferrosos	27,08	18,52
Ingenios, refinerías de azúcar y trapiches	22,82	18,42
Maquinaria y aparatos eléctricos	19,22	18,12
Carrocerías para vehículos automotores	16,98	17,08
Productos de molinería y almidones	13,68	15,39
Tejidos y artículos de punto y ganchillo	13,22	10,81

Principales sectores con variación de producción menor al promedio

Productos lácteos	-1,75	12,63
Hilatura, tejeduría y acabado de productos textiles	-1,99	1,26
Industrias básicas de hierro y acero; fundición de metales	-2,15	5,85
Productos de tabaco	-3,00	9,64
Aceites y grasas; transformación de frutas, legumbres, hortalizas	-6,18	8,14
Servicios relacionadas con la impresión; materiales grabados	-8,46	19,10
Otros productos textiles	-13,60	-15,29
Refinación del petróleo	-18,41	-16,12
Otros productos de madera; corcho, cestería y espartería	-19,32	-20,65
Fabricación de calzado	-20,60	-0,68

Fuente: DANE, Nueva Muestra Mensual Manufacturera.

Sector externo

COMERCIO EXTERIOR
(Millones de dólares)



Fuente: DANE.

Fecha	Importaciones	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (enero 2006)	1.464	-27,3	24,3
Dato anterior (diciembre 2005)	2.013	4,2	26,4
Fecha	Exportaciones	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (enero 2006)	1.667	-13,8	35,2
Dato anterior (diciembre 2005)	1.934	5,8	36,2
Fecha	Balanza comercial	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (enero 2006)	-10	-120,1	197,4
Dato anterior (diciembre 2005)	51	98,9	197,0

* Nota metodológica: VM: Variación mensual, mes actual frente al mes anterior; VMA: Variación mensual anual, mes actual frente a igual mes del año anterior; VAC: Variación acumulada, información en lo corrido del año hasta el mes actual frente a igual periodo del año anterior; VA: Variación acumulada anual a 12 meses; VACO: Variación año corrido