

TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

47

Febrero 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: Triunfo acertado del pragmatismo

Actualidad: Fuentes de la valorización del mercado accionario

Encuesta de Opinión Financiera

Encuesta de Consumo

Encuesta de Opinión Empresarial

Indicadores Económicos

Triunfo acertado del pragmatismo

En la madrugada del día de ayer, después de 22 meses de negociaciones, el Gobierno logró cerrar las negociaciones del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos (TLC). Esto se constituye, sin duda alguna, en uno de los hechos económicos más importantes de los últimos años, que sin duda marcará el futuro económico y social del país. Por ello, Fedesarrollo destaca la actitud pragmática y decisiva del gobierno colombiano de haber impulsado en las últimas semanas las negociaciones del TLC, sin ceder frente a las presiones del momento político y anteponiendo los intereses nacionales.

Desde el inicio del proceso, fue ampliamente discutido frente a la opinión pública el hecho de que el TLC tendría efectos disímiles entre sectores, arrojando una ganancia neta para el país en términos de crecimiento y bienestar. Así lo identificaron la mayoría de estudios técnicos sobre el tema. Así mismo, como en toda negociación, el país tuvo claro desde el principio que se ganaría en unas cosas y que en otras habría que ceder. Sin desconocer los efectos negativos que pueda tener el TLC sobre algunos sectores, al final estos estaban bien identificados y no eran muchos: pollo, arroz y maíz. Lo acertado fue que ganó el pragmatismo y se pudo destrabar la negociación que había pasado por varias semanas difíciles. Así, terminó aprobándose la entrada de 26.000 toneladas anuales de cuartos traseros de pollo, con un incremento de 4,5% anual, frente a las 1.000 toneladas anuales solicitadas por el gremio avícola colombiano. Se negoció la entrada de 2 millones de toneladas de maíz amarillo, sin requisito de compra de la cosecha nacional (mecanismo que se aplicaba para proteger este producto), frente a las 500.000 toneladas que solicitaban los productores nacionales. Hasta el momento se conoce que se concedió a Estados Unidos el ingreso de 89.000 toneladas de arroz, frente a un número de 30.000 toneladas establecidas en la propuesta de los productores colombianos.

Era de esperar que los últimos pasos de la negociación fueran difíciles. Sin embargo, una conjunción de eventos los complicó aún más. En primer lugar, el cierre de las negociaciones coincidió con coyunturas electorales en Colombia y Estados Unidos, lo que le hace más difícil la tarea al ejecutivo en momentos en que puede ser políticamente favorable hacerle oposición al tratado. En segundo lugar, el hecho de que Perú haya decidido acelerar y cerrar negociaciones a finales de 2005, fue aprovechado estratégicamente por el equipo norteamericano para ejercer mayor presión sobre algunos temas y tratar de concluir más rápidamente las negociaciones con Colombia. En tercer lugar, el anuncio anticipado del gobierno colombiano de otorgar ayudas a los sectores colombianos más perjudicados liberó de presio-

PATROCINADORES:



nes al equipo estadounidense, ante la certeza de que con o sin concesiones en el sector agrícola Colombia cerraría la negociación. Estos sucesos, sin duda, redujeron el margen de negociación del equipo colombiano pero, acertadamente, el gobierno decidió anteponer los intereses nacionales.

Fedesarrollo insiste en que el TLC es una oportunidad para mejorar las posibilidades de desarrollo económico y social de nuestro país. Como se ha señalado anteriormente, los estudios académicos acerca del impacto global del TLC muestran que, si bien no todos los sectores económicos ganan con el tratado, sin ambigüedad alguna el efecto agregado sobre las exportaciones, la inversión extranjera, la inversión doméstica y el crecimiento es positivo. Adicionalmente, al interior del sector agrícola el efecto no es homogéneo; si bien algunos sectores, como el arroz, el maíz y el pollo pueden perder, otros, si aprovechan la oportunidad, pueden verse ampliamente beneficiados. Este es el caso del azúcar, el tabaco, las frutas, el café y las flores, entre otros. Por otra parte, el TLC con Estados Unidos también significa contar con reglas de juego claras, transparentes, negociadas entre las partes y permanentes en el tiempo, lo que brinda al sector privado mayor seguridad jurídica para desarrollar sus negocios. Si es bien aprovechado, el TLC le permite a Colombia entrar en un círculo virtuoso con efectos sobre crecimiento que se multiplican año tras año.

Contrario a algunas opiniones, la alternativa de no firmar el tratado y buscar una extensión del APTDEA no era el escenario ideal, especialmente cuando nuestros vecinos, y en algunos casos competidores, ya han asegurado su acceso preferencial y permanente al mercado de Estados Unidos. Cabe anotar que desde el punto de vista de la política comercial, la experiencia y los resultados positivos de la negociación con Estados Unidos, le facilitan al país el logro de nuevos acercamientos y acuerdos con otros países y regiones, en particular, con Europa y Asia. Sin duda, negociar con Estados Unidos era el paso más duro.

¿Qué viene ahora? Si bien el cierre de la negociación del Tratado de Libre Comercio es un paso importante, todavía queda mucho por hacer para su entrada en vigencia. Por ahora vienen 90 días de revisión de los textos por parte de los abogados que culminarán con la firma de los presidentes de ambos países.

Después viene otro paso difícil: la aprobación en los Congresos de Estados Unidos y Colombia. Sólo en el caso de Colombia, el trámite en el Congreso y, posteriormente en la Corte Constitucional, podría ir más allá del 31 de diciembre de 2006, cuando finaliza el régimen de preferencias arancelarias APTDEA. En el caso de Estados Unidos, es posible que el texto no sea presentado al Congreso sino hasta 2007, pues finalizado el receso legislativo de agosto de 2006, inicia la etapa electoral fuerte previa a las elecciones legislativas norteamericanas de noviembre de 2006. De esta manera, lo más probable es que el TLC empiece a regir a principios de 2008, por lo que será necesario pedir una prórroga de un año de las preferencias arancelarias del APTDEA. Es posible anticipar que el paso del TLC por el Congreso de Colombia no será fácil, debido a las presiones de algunos sectores para votarlo negativamente. Una acertada estrategia política del Gobierno y de los sectores del Congreso que apoyan el tratado será fundamental en este proceso.

En cuanto al plan de ayudas a los sectores perdedores, el Gobierno anunció una compensación a los productores de maíz, arroz, frijol y cebada por tonelada o hectárea afectada por el TLC. Si bien este plan de ayudas puede resultar necesario para mitigar parte de las pérdidas en que incurrirán éstos sectores, todavía no resulta clara la fuente de dichos recursos. Es cierto que el mayor crecimiento económico aumentará el recaudo tributario. Sin embargo, aquí se identifican dos problemas. El primero es de plazos, pues las ayudas estarán concentradas en los primeros años del tratado mientras que los mayores beneficios en materia de crecimiento tardarán unos años más en venir. Segundo, el efecto positivo del crecimiento sobre el recaudo de impuestos puede verse compensado por los menores ingresos tributarios resultantes de las menores tasas arancelarias. Si bien podría financiarse parte de las ayudas a los sectores sensibles mediante un mecanismo de subastas sobre las cuotas de importación aprobadas en estos productos, no es claro si estos recursos serían suficientes para cubrir las compensaciones. Es necesario que los ministerios competentes aclaren la fuente de estos recursos. Esto deberá hacerse teniendo en cuenta que de ningún modo es conveniente introducir nuevas distorsiones económicas.

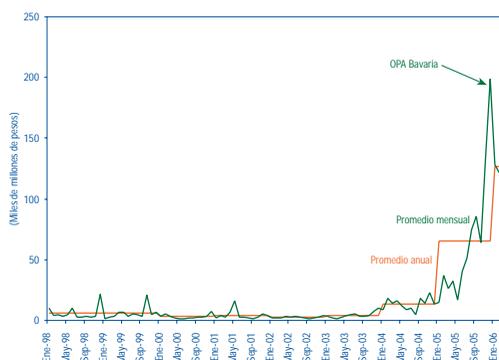
Fuentes de la valorización del mercado accionario

En los dos últimos años, especialmente durante 2005, Colombia ha presenciado un comportamiento extraordinario del mercado accionario, con aumentos en los precios y en los volúmenes negociados que superan con creces a los demás países de América Latina. El Índice General de la Bolsa de Colombia (IGBC), que mide el precio general de las acciones colombianas, aumentó 86% y 120% promedio anual en 2004 y 2005, respectivamente. El volumen diario de transacciones en el mercado accionario pasó de un promedio de \$4.160 millones en 2003, a \$65.318 millones en 2005, con un crecimiento de 224% y 383% en 2004 y 2005, respectivamente (Gráfico 1). Estos resultados contrastan con el comportamiento observado en las demás bolsas de la región, cuyos precios no alcanzaron a aumentar la mitad de lo que crecieron los precios de las acciones colombianas. El país que más valorización logró después de Colombia fue Argentina, con un crecimiento promedio del índice de la bolsa de 38% durante 2005.

Un primer elemento que parece explicar, por lo menos en parte, el destacado desempeño del mercado accionario es el buen momento por el que atravesó la economía en 2005, que, según estimaciones de Fedesarrollo, se habría traducido en un crecimiento económico de 4,8% durante 2005. Consistente con lo anterior, los resultados del sector real y financiero mostraron un comportamiento positivo. La rentabilidad del patrimonio (ROE) para una muestra de 94 empresas del sector real involucradas en el mercado de valores, alcanzó en septiembre un nivel cercano a 5,5%, ligeramente superior al de 2004 (Gráfico 2). En el caso del sector financiero, los resultados fueron mejores, lo cual se explica en parte por sus mayores niveles de apalancamiento; el ROE pasó de 28% en 2004 a 33% en 2005.

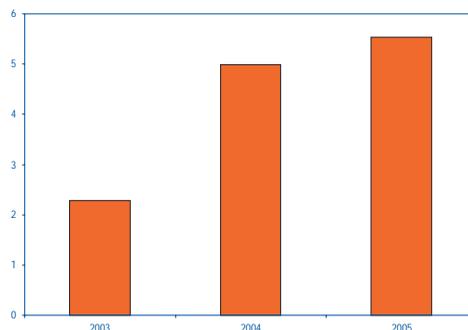
Un análisis detallado sugiere que el comportamiento de las empresas y de las entidades financieras, si bien fue positivo, no parece ser el único elemento que explica el excelente desempeño

Gráfico 1
VALOR DIARIO TRANSADO EN LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA



Fuente: Superintendencia Financiera y cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 2
ROE SECTOR REAL 2003-2005
(% septiembre-septiembre)



Nota: El sector real incluye una muestra de 94 empresas que reportan a la Superintendencia Financiera. Fuente: Superintendencia Financiera y cálculos de Fedesarrollo.

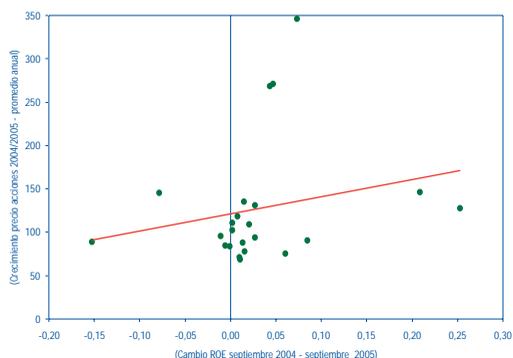
del mercado accionario. En efecto, al interior de éste, la elevada valorización no fue generalizada, siendo mayor en empresas como Corfivalle, Bavaria, Bancolombia, Sociedades Bolívar, Grupo Aval, Suramericana y Coltejer. Y, si bien sí se observa un vínculo positivo entre rentabilidad y valorización en 2005, la relación es relativamente baja (Gráfico 3). Teniendo en cuenta que el precio de una acción es el valor presente de sus rendimientos futuros, los resultados de las empresas en materia de rentabilidad observada en el último año no son tan atípicos como para explicar el gran aumento en los precios. Este resultado es consistente con el encontrado por el Banco de la República, de acuerdo con el cual la relación entre el precio de las acciones y el retorno del capital está en niveles atípicamente elevados¹. Lo anterior parece sustentar la percepción de que puede haber una sobrevaloración del mercado de acciones. La Encuesta de Opinión Financiera BVC-Fedesarrollo aporta evidencia adicional al respecto. Al preguntar a los inversionistas si consideran que el mercado colombiano de acciones se encuentra sobrevalorado, subvalorado o en su precio justo, el balance de respuestas² señala que la percepción sobre la sobrevaloración del mercado ha aumentado en los últimos meses, pasando de 15% en mayo de 2005 a 54% en enero de 2006.

Un elemento relacionado con la oferta de acciones es el de la concentración del mercado, fenómeno que en Colombia ha sido constante pero que se vio agudizado el año pasado. Así, durante 2005 el número de empresas presentes en el mercado se redujo debido a que importantes emisiones como las de Ba-

¹ Banco de la República (2005), Reporte de Estabilidad Financiera, diciembre.

² Corresponde a la diferencia entre el porcentaje de personas que contestan que está sobrevalorado y las que responden que se encuentra subvalorado.

Gráfico 3
CAMBIO EN PRECIO Y CAMBIO EN ROE PARA UNA MUESTRA DE EMPRESAS (2004-2005)

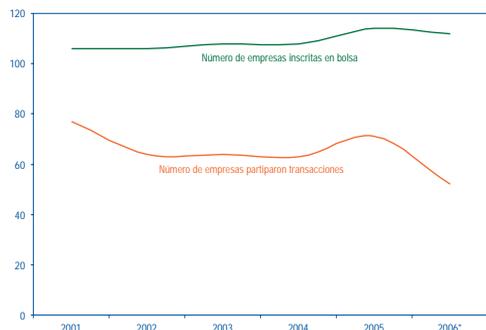


Nota: se incluyen las empresas que mayores valorizaciones registraron y que reportan a la Superintendencia Financiera.
Fuente: Superintendencia Financiera y cálculos de Fedesarrollo.

varia y Coltabaco perdieron liquidez al ser adquiridas por capitales extranjeros, otras cancelaron su inscripción en la Bolsa (como Pavco, Diaco y Papeles Nacionales) y otras salieron por haberse visto involucradas en procesos de fusiones y adquisiciones. Tal es el caso de la gran integración que se llevó a cabo en el Grupo Antioqueño, en el que se unieron grandes entidades financieras como Bancolombia, Conavi y Corfinsura, se integraron 34 compañías de alimentos bajo el nombre de Inversiones Nacional de Chocolates y se fusionaron 8 cementeras alrededor de la nueva Cementos Argos.

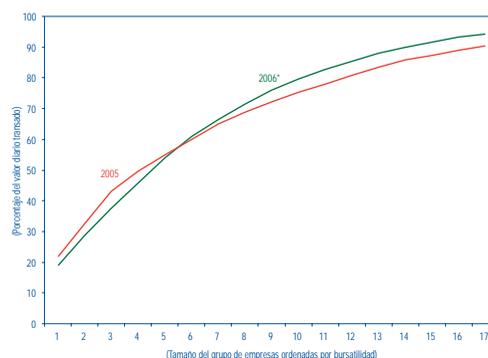
Este proceso no sólo redujo el número de empresas que participan efectivamente en la Bolsa, que pasaron de un promedio de 71 en 2005 a 52 en 2006 (Gráfico 4), sino que también incrementó el grado de concentración, en el sentido en que ahora un número más reducido de empresas representa la mayor parte de las transacciones realizadas. El Gráfico 5 ilustra elocuente

Gráfico 4
NÚMERO DE EMPRESAS QUE TRANSAN EN LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA 2001-2006



* Datos a enero.
Nota: Se consideró que las empresas que efectivamente participaron en el mercado fueron aquellas que transaron sus acciones por lo menos una vez en el año.
Fuente: Superintendencia Financiera y cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 5
CONCENTRACIÓN DEL MERCADO DE ACCIONES (2005-2006)



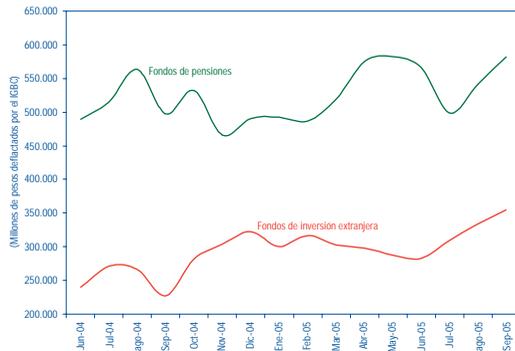
* Datos a enero.
Fuente: Superintendencia Financiera y cálculos de Fedesarrollo.

temente este punto. Éste presenta el porcentaje del volumen total transado en función del tamaño del grupo de empresas ordenadas por nivel de bursatilidad; por ejemplo, el punto con un valor de 4 en el eje horizontal y un valor de 50 en el eje vertical señala que las 4 acciones más transadas en la Bolsa representan el 50% del volumen total negociado. Allí se evidencia que mientras, en promedio, durante 2005 sólo las 17 empresas con mayor bursatilidad concentraban el 90% del volumen diario negociado en el mercado, a enero de 2006 este número es aún menor, con un promedio de 14 empresas que concentran el 90% del total de negociaciones. De esta manera, en un entorno de abundante liquidez, el reducido tamaño del mercado y la disminución en el número de actores puede generar grandes cambios en los precios de las acciones frente a movimientos de los inversionistas.

Ahora bien, como resultado de la política monetaria adelantada por el Banco de la República, los niveles de liquidez en la economía han sido bastante amplios y las tasas de interés se han mantenido bajas. Ello se ha traducido en mayores recursos que buscan posibilidades de inversión con rentabilidades favorables. Adicionalmente, la elevada liquidez en los mercados internacionales de capital ha favorecido los flujos de recursos a los países emergentes (entre ellos Colombia) que vienen en búsqueda de alternativas de inversión. De hecho, algunos analistas internacionales afirman que el apetito por bonos en mercados emergentes se encuentra en una fase de euforia³. El Gráfico 6 muestra que desde mediados de 2005 tanto los fondos de capital extranjero, como los de pensiones, han aumentado su inversión en papeles de renta variable, principalmente acciones. Así, la participación de las acciones en los portafolios de los fondos de pensiones ascendió de 5% en agosto de 2003 a 11% en septiembre de 2005. Algo similar sucedió con los fondos de inversión extranjera. Si bien puede haber un efecto precio en la mayor parti-

³ Schroders, Economic Viewpoint, febrero de 2006.

Gráfico 6
INVERSIÓN EN RENTA VARIABLE POR TIPO DE COMPRADOR



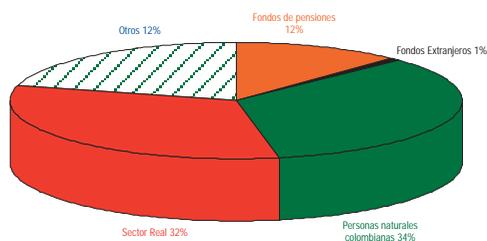
Fuente: Superintendencia de Valores de Colombia y cálculos de Fedesarrollo.

cipación de las acciones en los portafolios, los cálculos muestran que al aislar dicho efecto, la tendencia creciente de la demanda se mantiene. Nótese además que los TES y las acciones representan el 60% de las inversiones de los fondos de pensiones, lo que refleja la escasas posibilidades que tienen los inversionistas para diversificar su portafolio.

Adicionalmente, sin desconocer el impacto que sobre los precios de las acciones ha podido tener la mayor inversión de los fondos de pensiones y de inversión extranjera en estos instrumentos, todo parece indicar que buena parte de la presión viene de otros actores con mayor participación en el mercado. Efectivamente, mientras que los sectores institucionales representaron el 13% del total del volumen negociado en la bolsa durante 2005, las personas naturales colombianas y el sector real participaron con 34% y 32%, respectivamente (Gráfico 7). Una comparación frente a lo que sucedía a principios de 2005 permite ver que el aumento en la participación de las personas naturales y del sector real ha ido en detrimento de la contribución de los fondos de pensiones. Mientras que los primeros pasaron de transar el 60% del volumen en enero de 2005 a 66% en promedio durante todo el año, los segundos disminuyeron su participación de 24% a 12% en el mismo lapso.

En este sentido, además del atractivo que genera la alta rentabilidad de la bolsa, la participación activa de estos comprado-

Gráfico 7
PARTICIPACIÓN DE LOS INVERSIONISTAS EN EL VOLUMEN NEGOCIADO (2005)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia y cálculos de Fedesarrollo.

res (especialmente, personas naturales) también está asociada a la posibilidad de "apalancarse". Una de las formas de "apalancamiento" son los préstamos provisionales que realizan los fondos de valores a las personas naturales que desean invertir su capital en el mercado. Con esto, las personas naturales tienen la posibilidad de tomar mayores posiciones de las disponibles, a través de operaciones de venta con pacto de recompra de acciones (repos-acciones). Estas operaciones son positivas en la medida en que reflejan una mayor sofisticación financiera de los actores involucrados en la Bolsa además de que permiten aumentar la liquidez del mercado. Sin embargo, también pueden contribuir a la sobrevaloración del mercado y eventualmente desembocar en pérdidas para los inversionistas pues multiplican los movimientos en el mercado. Durante 2005, estas operaciones representaron en promedio el 15% del volumen diario transado, porcentaje que no parece elevado. Sin embargo, hay que recordar que no se están considerando los efectos de otro tipo de operaciones como las de apalancamiento mediante futuros (compromisos de compras de acciones en el futuro) y de crédito de consumo. La primera herramienta no está muy desarrollada, y la segunda, que representa un riesgo alto para el mercado, es difícil de medir.

¿Qué ocurrirá en 2006? Varios factores permiten esperar que el buen desempeño del mercado de acciones continúe. Entre ellos se encuentran las expectativas de crecimiento sectorial; la mayor disponibilidad de recursos de los fondos de pensiones para inversión en renta variable, (gracias a los mayores aportes que reciben y a los límites impuestos a la tenencia de TES) y los mayores flujos de inversión extranjera hacia economías emergentes. Sin embargo, el crecimiento esperado es moderado. Varios factores inciden en esto. Por el lado de la oferta, no se espera que el número y tamaño de las fusiones y adquisiciones sea tan grande como el año pasado. Además, en 2006 se prevé el ingreso de nuevos emisores a bolsa, como Colombia Móvil (OLA), Isagen y, en 2007, algunas empresas del Grupo Carvajal. Por el lado de la demanda, el incremento esperado en las tasas de interés de Estados Unidos y las expectativas de devaluación, pueden desplazar una parte de la inversión hacia activos externos. Por último, la percepción que tienen los inversionistas sobre la sobrevaloración del mercado de acciones puede empezar a disminuir la "euforia" en la demanda de las mismas.

El mercado de acciones sigue siendo una opción rentable para la inversión de los recursos. Sin embargo, como lo hemos contenido en esta nota, sólo una parte de la valoración puede ser explicada por *fundamentales*. De esta forma, lo más recomendable sigue siendo la cautela al momento de tomar decisiones de inversión, de manera a evitar eventuales destorcidas y pérdidas económicas indeseables. Por otro lado, vale la pena resaltar que, dado el apetito de los inversionistas por acciones, las empresas colombianas deberían aprovechar este momento favorable para emitir y mejorar así sus estructuras de financiamiento. En el crecimiento de este mercado, la nueva Superintendencia Financiera también tiene un papel importante, logrando reducciones en la *tramitología* y atrayendo cada vez más empresas colombianas al mercado de capitales.

Retornan las expectativas de apreciación del peso

Durante los primeros días de 2006, las expectativas macroeconómicas de los administradores de portafolio para los próximos seis meses mostraron algunos cambios importantes. En primer lugar, el dato de inflación para 2005 (4,85%) junto con la evolución del Índice de Precios al Consumidor durante enero, generó un comportamiento a la baja en las expectativas de inflación. En enero, el 54% de los administradores de portafolio encuestados manifestó que la inflación va a disminuir en los próximos seis meses, mientras que sólo el 26% consideró lo contrario. Lo anterior arroja un balance igual al 28% neto de encuestados que espera nuevas reducciones en la inflación. Por otro lado, el cambio más significativo se dio en las expectativas sobre la tasa de cambio. Desde octubre de 2005, los administradores de portafolio habían manifestado que esperaban que el peso colombiano se depreciara durante la primera mitad de 2006. No obstante, en enero retornaron las expectativas de apreciación: el 20% neto de encuestados manifestó que espera que el peso colombiano continúe con su tendencia a la apreciación durante los próximos seis meses (Cuadro 1). De hecho, al 15 de febrero, el dólar había caído cerca de 27,4 pesos (una revaluación de 1,2%).

Cae el Índice de Aversión al Riesgo (IAR)

El buen momento que atraviesa la economía colombiana ha afectado notablemente las expectativas de inversión de los administradores encuestados por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia. En primer lugar, en enero se observó un mayor apetito por TES de largo plazo. Mientras que en diciembre, el 15% neto manifestó la intención de reducir su posición en este tipo de activos, en enero el 2% neto manifestó la intención de incrementarla (Gráfico 1). Dicho comportamiento es consistente con el resultado de la pregunta que indaga sobre la duración del portafolio. A la pregunta sobre qué esperan los administradores que suceda con la duración del portafolio que administran, el 29% respondió que aumentará mientras que el 34% respondió que disminuirá, arrojando un balance de -5%. Durante diciembre, dicho balance había sido -10%.

La reducción en la preferencia de TES de corto plazo frente a los TES de largo plazo y a las acciones ha generado una notable reducción en el Índice de Aversión al Riesgo (IAR). Este índice se calcula teniendo en cuenta las volatilidades históricas de los rendimientos de los activos incluidos en la encuesta y los cambios esperados en la posición de dichos activos, reportados mes a mes. La evolución del IAR señala que los administradores de portafolio han reducido su grado de aversión al riesgo desde noviembre de 2005. De hecho, el IAR registrado en enero es el más bajo desde junio de 2005. Tal comportamiento ha sido consistente con el dinamismo observado en el IGBC, especialmente durante el primer mes del presente año (Gráfico 2). La reducción en el IAR se explica por la mayor disposición a la tenencia de acciones y activos de largo plazo.

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

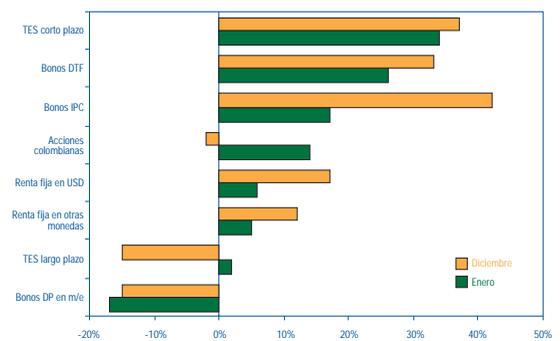
	Enero	Diciembre	Cambio (puntos)
Tasa de interés BanRep	22	38	-16
Inflación	-28	-5	-23
Tasa de cambio*	-20	40	-60
Spread	26	42	-16
Crecimiento económico	18	20	-2

(+): Aumentará; *Depreciación

(-): Disminuirá; *Apreciación

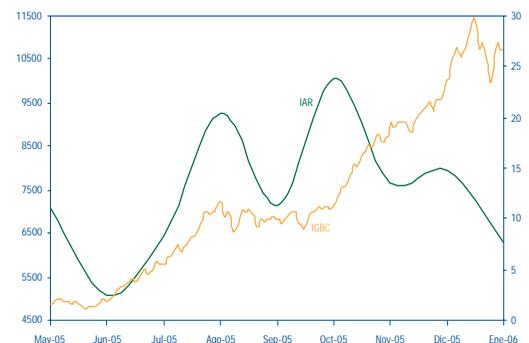
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC-Fedesarrollo.

Gráfico 1
EXPECTATIVAS DE INVERSIÓN PARA EL PRÓXIMO MES



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo.

Gráfico 2
ÍNDICE DE AVERSIÓN AL RIESGO (IAR) E ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA DE COLOMBIA (IGBC)



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

Notable incremento en el Índice de Confianza del Consumidor

En enero, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) se ubicó en 26,7 puntos, por lo que se posiciona como el segundo más alto desde que se lleva a cabo la encuesta, después del índice registrado en agosto de 2005 (28,0). No obstante, dada la estacionalidad presente en el ICC, es normal observar incrementos significativos en la confianza de los consumidores durante el primer mes del año. El Cuadro 1 presenta los resultados del ICC, al igual que de los demás índices calculados a partir de la Encuesta de Consumo de Fedesarrollo. Los resultados sugieren que el buen desempeño de la economía colombiana en meses recientes se ha reflejado en la evolución favorable de la confianza y las expectativas de los consumidores en este inicio de año. En el caso de la confianza (ICC), el índice aumentó 7,4 puntos respecto al registro de enero de 2005. Las expectativas (Índice de Expectativas del Consumidor) también presentaron un incremento respecto al año anterior, aunque en menor magnitud (4,5 puntos adicionales). Finalmente, el Índice de Condiciones Económicas (ICE) aumentó en 11,9 puntos respecto al año pasado. Este último está compuesto por los balances de dos preguntas: la percepción del hogar sobre su situación frente a la del año anterior y la disposición para la compra de bienes durables (muebles o electrodomésticos), cuyos balances aumentaron en 11,4 y 12,4 puntos respectivamente, frente a enero de 2005.

Como ha sucedido durante los últimos meses, el ICC para el estrato bajo continúa siendo superior al ICC para los estratos medio y alto. En efecto, a diferencia de estos últimos, la confianza en los estratos bajos presentó una variación positiva frente al año anterior, aumentando 19,0 puntos frente a enero de 2005 y 12,8 frente al mes anterior, para ubicarse en 34,5 (el máximo valor registrado desde que se lleva a cabo la encuesta). Por su parte, el ICC para los estratos medios no mostró variación frente al registro de enero de 2005 y se ubicó en 21,4 puntos, mientras que el ICC para los estratos altos cayó 10,5 puntos frente al registro del año anterior al ubicarse en 19,0 (Gráfico 1). Lo anterior sugiere que el dinamismo de la economía ha tenido un mayor impacto sobre el consumo de la población perteneciente a los estratos más bajos. Este comportamiento es consistente con la dinámica registrada en el empleo durante 2005, cuya recuperación se ha manifestado de manera importante en sectores como el de la construcción, el cual demanda una gran cantidad de mano de obra no calificada. De hecho, durante 2005 se generaron 54 mil empleos en este sector, lo cual significó una tasa de crecimiento respecto a 2004 igual a 6,9%. En contraste, el sector industrial, gran demandante de mano de obra calificada, mostró un pobre desempeño durante 2005, presentando un crecimiento en el nivel de ocupación cercano a 1,5%.

Se espera que el dinamismo de la demanda continúe

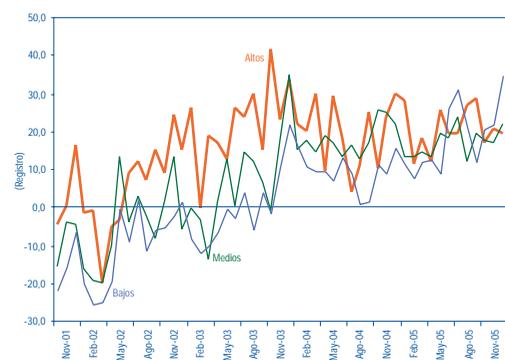
En el periodo enero - septiembre de 2005, el consumo privado creció a una tasa de 4,9% frente al mismo periodo de 2004. Adicionalmente, la proyección de Fedesarrollo para todo 2005 es un crecimiento anual de 4,7%. Este dinamismo de la demanda de los hogares se confirma con el sobresaliente desempeño de las ventas del comercio al por menor y con

Cuadro 1
RESUMEN DE RESULTADOS
ENCUESTA DE CONSUMO

	Dic-05	Ene-06	Cambio mensual	Cambio anual
ICC	22,6	26,7	4,2	7,4
IEC	27,6	31,1	3,4	4,5
ICE	14,9	20,2	5,2	11,9

Fuente: Encuesta de Consumo de Fedesarrollo-Invamer.

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR POR ESTRATOS



Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Invamer.

Gráfico 2
ÍNDICE DE CONDICIONES ECONÓMICAS Y VARIACIÓN ANUAL DEL ICPM



Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Invamer y DANE.

los altos índices de confianza de los consumidores. Según las cifras del DANE, en noviembre las ventas del comercio al por menor (ICPM) registraron una variación anual cercana al 10,0%. Además, dada la estrecha relación entre las ventas minoristas (ICPM) y el Índice de Condiciones Económicas de Fedesarrollo (ICE), con un coeficiente de correlación de 0,62 entre las variaciones de ambos índices, es posible esperar que la variación anual de las ventas del comercio se ubique entre 9% y 10% al cierre de 2005.

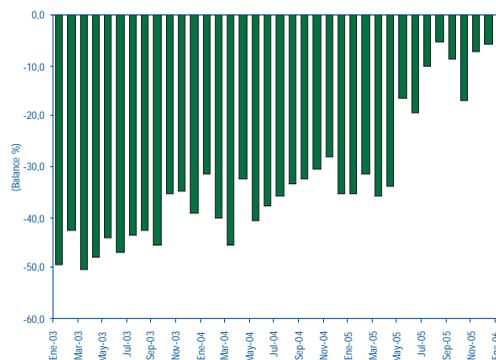
Por otra parte, al descomponer la evolución del ICPM se encuentra que los sectores asociados con el consumo de bienes durables presentan un mayor dinamismo. A noviembre la variación anual de las ventas de muebles y electrodomésticos para el hogar y de vehículos y automotores, fue de 26,4% y 25,9%, respectivamente. Dada la reciente evolución de la disposición de los hogares para la compra de bienes durables y para la compra de vehículos es de prever que dicho dinamismo continúe en los primeros meses de 2006. En el caso de la disposición para la compra de vehículos, si bien el balance de dicha pregunta (porcentaje de hogares que considera que es buen momento para la compra de vehículos menos el porcentaje que considera lo contrario) continúa en terreno negativo, desde mediados de 2005 ha tendido hacia valores positivos (Gráfico 3). Actualmente, sólo el 6% neto de los hogares encuestados considera que es mal momento para la compra de vehículo.

Finalmente es interesante señalar que en el caso de los bienes durables se viene observando una relación más estrecha entre la disposición para la compra de este tipo de bienes y el componente de durables del ICPM. En efecto, el Gráfico 4 sugiere que los incrementos o reducciones en el porcentaje neto de encuestados que consideran que es un buen momento para la compra de bienes durables están muy relacionados con el comportamiento de las ventas de este tipo de bienes (el coeficiente de correlación entre ambas series es de 0,23). Así, al observar incrementos significativos en el porcentaje de hogares dispuestos a la compra de este tipo de bienes durante los últimos seis meses, es de esperar que el buen dinamismo de este subsector continúe durante los próximos meses.

Los hogares esperan menos desempleo

Durante gran parte de 2005 se observó una gran dinámica en el mercado laboral. Entre 2004 y 2005 el número total de ocupados a nivel nacional aumentó en 494 mil personas (2,8%), por lo que la tasa de desempleo nacional para 2005 fue 11,7%. De esta forma, la tendencia decreciente en la tasa de desempleo, que se inició en 2003, se vio acentuada. Consistente con dicho dinamismo, en enero, por primera vez desde principios de 2004, el porcentaje de hogares que manifestó que espera menos desempleo superó al porcentaje que manifestó esperar más desempleo en los próximos doce meses. Así, mientras que en diciembre de 2005 el 3,8% neto esperaba incrementos en la tasa de desempleo, en enero el 3,1% neto espera menos desempleo en los próximos doce meses. El Gráfico 5 presenta el cambio absoluto anual en el número de ocupados para el total nacional junto con la evolución de las expectativas de desempleo. Durante periodos de buen desempeño en el mercado laboral (finales de 2003 y 2005), las expectativas de mayor desempleo se reducen considerablemente e incluso, se observan dos momentos en los que el balance pasa a ser negativo, es decir, el porcentaje de encuestados que espera una menor tasa de desempleo supera al porcentaje que espera una tasa mayor.

Gráfico 3
DISPOSICIÓN PARA LA COMPRA DE VEHÍCULO



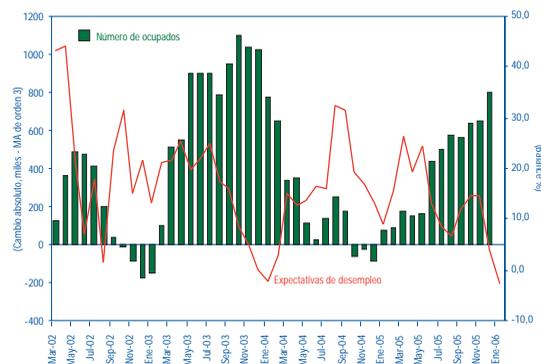
Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Invamer.

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



Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Invamer y DANE.

Gráfico 5
CAMBIO ABSOLUTO ANUAL EN EL NÚMERO DE OCUPADOS
(NACIONAL) Y EXPECTATIVAS DE DESEMPLEO



Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Invamer y cálculos de Fedesarrollo con base en datos del DANE.

El Índice de Confianza Comercial alcanza máximo histórico

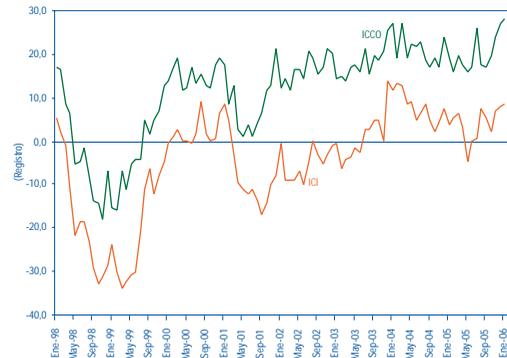
En el mes de diciembre, el Índice de Confianza Industrial continuó con su tendencia de recuperación después de los débiles registros observados a mediados de 2005. Aunque el incremento frente al registro de diciembre de 2005 es sólo de 0,7 puntos (para ubicarse en 7,7), el dato preliminar de enero señala un nuevo incremento de 4,3 puntos frente a enero de 2005 (para ubicarse en 8,0). No obstante, el ritmo de recuperación continúa relativamente débil y por lo tanto, la confianza de los industriales no ha retornado a los niveles observados a principios de 2004 (Gráfico 1). En cuanto a los componentes del ICI, el volumen actual de pedidos fue el único balance que presentó un deterioro en diciembre. A dicha pregunta, 61% de los industriales encuestados respondió que su nivel de pedidos es normal, sólo 14% respondió que percibe un nivel de pedidos alto y el restante 25% respondió que percibe un bajo nivel. Así, el 11% neto considera que el nivel actual de pedidos es bajo, mientras que en noviembre el 2% neto consideraba que éste se encontraba en un nivel alto.

A diferencia del ICI, el Índice de Confianza Comercial (ICCO) continúa alcanzando máximos históricos (Gráfico 1). En diciembre el ICCO alcanzó un registro de 26,7 puntos, lo que significa un incremento de 3,0 puntos respecto a diciembre de 2004. Adicionalmente, el dato preliminar de enero señala un nuevo incremento en el indicador, cercano a los 9,0 puntos, frente al registro de enero de 2005. Con dicho dato preliminar, la confianza de los comerciantes se ubica en un máximo histórico (28,0 puntos), hecho consistente con el dinamismo observado en el sector del comercio minorista, explicado principalmente por el notable crecimiento de la demanda interna. En efecto, los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial realizada por Fedesarrollo durante el mes de diciembre, señalan que 43% de los comerciantes encuestados considera que la demanda actual es buena, 52% que es aceptable y sólo 5% que es mala; mientras que hace un año 33% consideraba que la demanda era buena, 57% que era aceptable y 10% que era mala. Finalmente, las expectativas de ventas y de situación económica durante los próximos meses también mostraron una evolución positiva al cierre de 2005. En cuanto a la expectativa de ventas, el 26% neto de comerciantes encuestados espera que sus ventas sean más altas durante el próximo mes (9,0 puntos por encima del balance de diciembre de 2004). En el caso de la expectativa sobre la situación económica para los próximos seis meses, el 52% neto espera que sea más favorable. Este último balance supera al de diciembre de 2004 en 4,0 puntos y al de noviembre de 2005 en 9,0 puntos.

Perspectivas de inversión en el sector industrial

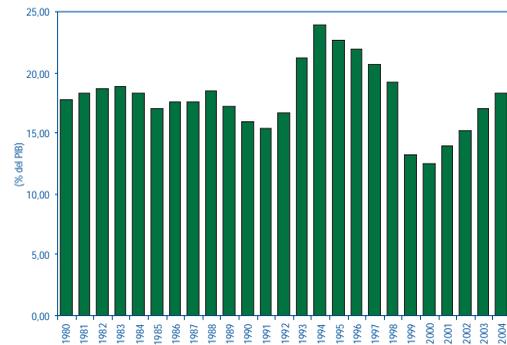
A septiembre de 2005, el PIB presentó un crecimiento anual igual a 5,10% (para el periodo comprendido entre enero y septiembre). Por el lado de la demanda, este notable comportamiento se explica por el favorable crecimiento del consumo final (5,09%) y de la formación bruta de capital (24,10%). Adicionalmente, como señala el DANE, durante el periodo enero-septiembre de 2005, la inversión en maquinaria y equipo creció 39,90% comparado con el mismo periodo de 2004, las obras civiles 28,52% y la

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL E ÍNDICE DE CONFIANZA COMERCIAL



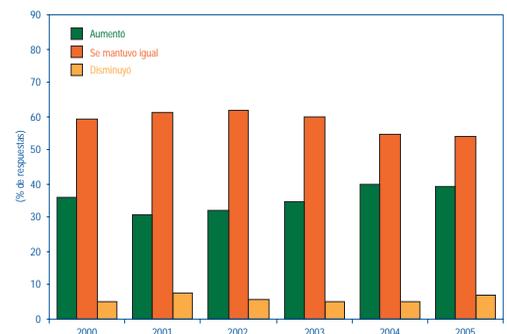
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial, (E.O.E.) de Fedesarrollo.

Gráfico 2
FORMACIÓN INTERNA BRUTA DE CAPITAL FIJO SOBRE PIB



Fuente: cálculos de Fedesarrollo con base en datos del DANE.

Gráfico 3
CAPACIDAD DE PRODUCCIÓN RESPECTO AL AÑO ANTERIOR



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

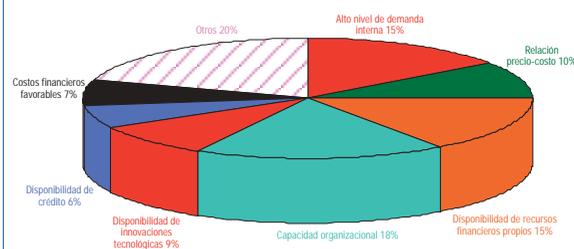
inversión en equipo de transporte 26,39%. Por lo tanto, de continuar con el ritmo de crecimiento observado, es posible esperar que la relación de inversión sobre PIB supere el 19% actual y regrese en los próximos años a la proporción observada a mediados de la década de 1990, cuando se acercaba a 25% (Gráfico 2). En este contexto, es importante analizar el comportamiento de la inversión más detenidamente y conocer a fondo qué factores influyen en la toma de decisiones por parte de las empresas, al igual que las expectativas de inversión para el año en curso. Es por eso que cada año, la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo incluye un módulo especial sobre inversión. A continuación se presentan los principales resultados del módulo implementado durante el mes de enero.

En primer lugar, a la pregunta sobre cuánto variaron los gastos (en pesos corrientes) de inversión en maquinaria, equipo y construcción, el 50% de los industriales encuestados respondió que aumentaron entre 0% y 25%, mientras que el 26% respondió que los gastos de inversión aumentaron, durante 2005, más de 25%. Por otra parte, el 50% de los industriales tiene presupuestado incrementar los gastos de inversión durante 2006 entre el 0% y 25%, mientras que el 23% tiene presupuestado incrementarlos por encima de 25%. El año anterior, el porcentaje de industriales que manifestó la intención de incrementar su gasto de inversión entre el 0% y 25% fue de 49%. De esta forma, se espera que la dinámica observada en la inversión privada durante 2005 continúe durante el año en curso.

Gran parte de la inversión que se realizó en 2005 se destinó a reponer maquinaria y equipo, y a introducir nuevos procesos y tecnologías sin ampliar la capacidad instalada. En efecto, sólo el 39% de industriales manifestó que su capacidad de producción aumentó durante el año pasado, mientras que el 54% respondió que ésta se mantuvo igual (Gráfico 3). De los industriales que manifestaron haber incrementado su capacidad productiva, el 61% lo hizo entre el 1% y 15%, mientras que el restante 39% lo hizo por encima de 15%. Así, durante 2005 el 33% de las inversiones realizadas por los industriales se destinó a la reposición de maquinaria y equipo, el 27% a la introducción de nuevos procesos y tecnologías (sin ampliar capacidad instalada), el 21% a la introducción de nuevos procesos y tecnologías (ampliando capacidad instalada) y el 19% a la expansión de la capacidad instalada manteniendo la tecnología.

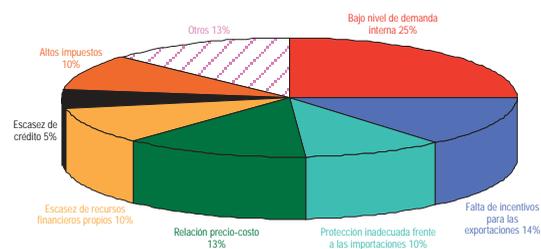
Dentro de los factores que favorecieron la inversión durante 2005, se encuentra en primer lugar la capacidad organizacional para realizar cambios (18%), seguido por la disponibilidad de recursos financieros propios (15%) y la alta demanda interna (15%). Al respecto, a pesar del notable mayor dinamismo observado en los indicadores de crédito, la disponibilidad de crédito (tanto interno como externo) no representa un factor favorable para la inversión ya que sólo el 6% de los industriales encuestados respondió que la disponibilidad es favorable (Gráfico 4). Por otro lado, además del bajo nivel de la demanda interna (25%), la falta de incentivos para las exportaciones (14%), la protección inadecuada frente a las importaciones (10%), la escasez de recursos financieros propios (10%) y los altos impuestos (10%) son los principales impedimentos para la toma de decisiones de inversión en el presente año, según los industriales encuestados por Fedesarrollo (Gráfico 5). Finalmente, existen algunos factores que generan un gran nivel de incertidumbre alrededor de las decisiones de inversión de los industriales para 2006. La demanda interna (33%) y la tasa de cambio futura, con el 15% de respuestas, son los dos factores que más incertidumbre generan en los planes de inversión de los empresarios (Gráfico 6).

Gráfico 4
PRINCIPALES FACTORES FAVORABLES PARA LA INVERSIÓN EN MAQUINARIA, EQUIPO Y CONSTRUCCIÓN (% de respuestas)



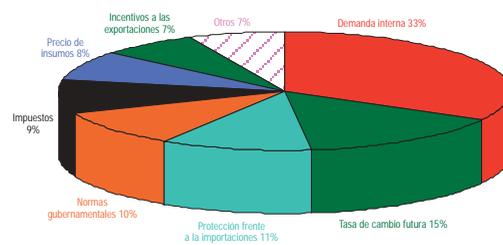
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial, (E.O.E.) de Fedesarrollo, Módulo de Inversión.

Gráfico 5
IMPEDIMENTOS PARA LA REALIZACIÓN DE INVERSIONES (% de respuestas)

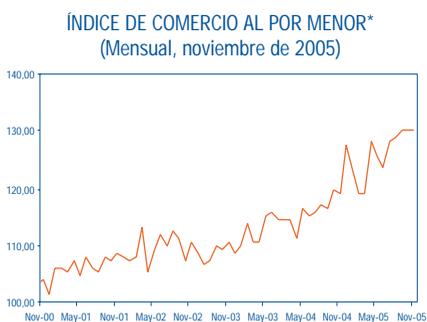


Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial, (E.O.E.) de Fedesarrollo, Módulo de Inversión.

Gráfico 6
PRINCIPALES FACTORES DE INCERTIDUMBRE QUE RODEAN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN PARA 2006 (% de respuestas)



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

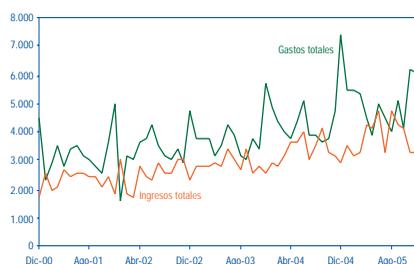


* Serie desestacionalizada.
Fuente: DANE.

Fecha	ICP	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (noviembre 2005)	130,5	0,0	9,7
Dato anterior (octubre 2005)	130,5	0,3	9,2

Situación fiscal

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



Fuente: Confis.

Fecha	Ingresos	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (diciembre 2005)	3.232	12,5	14,2
Dato anterior (noviembre 2005)	3.312	6,3	14,3
Fecha	Egresos	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (diciembre 2005)	6.042	-18,4	10,6
Dato anterior (noviembre 2005)	6.145	28,6	15,2
Fecha	Déficit/superávit	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (diciembre 2005)	-2.810	38,3	0,4
Dato anterior (noviembre 2005)	-2.833	-70,2	-18,6

Situación monetaria

TASA DE INTERÉS
(Efectiva anual, enero 2006)



Fuente: Banco de la República.

Tasas de interés nominales/reales	Enero 2005	Diciembre 2005	Enero 2006
Captación	7,6/2,1	6,2/1,3	6,1/1,5
Colocación	15,8/9,8	13,3/8,0	13,7/8,8

Sector real

DESEMPEÑO DE LA INDUSTRIA
(Noviembre 2005)

Descripción	Variación real anual	
	Producción	Ventas
Total sin trilla	-0,64	0,70
Total con trilla	-0,67	0,78
Principales sectores con variación de producción mayor al promedio		
Otros productos de madera; corcho, cestería y espartería	65,31	40,85
Productos minerales no metálicos	26,34	26,97
Fabricación de otros tipos de equipo de transporte	25,83	29,03
Maquinaria de uso general	23,82	22,60
Carrocerías para vehículos automotores	20,48	17,85
Maquinaria y aparatos eléctricos	15,19	20,37
Productos de cerámica no refractaria, para uso no estructural	14,72	6,53
Partes y piezas de carpintería para construcciones	13,77	4,16
Servicios relacionadas con la impresión; materiales grabados	12,35	0,57
Productos de plástico	11,64	4,96

Principales sectores con variación de producción menor al promedio

Fabricación de calzado	-6,94	0,64
Hilatura, tejeduría y acabado de productos textiles	-8,62	-5,99
Curtido y preparado de cueros	-9,72	-22,14
Aceites y grasas; transformación de frutas, legumbres, hortalizas	-10,98	-11,34
Vehículos automotores y sus motores	-11,49	-4,96
Tejidos y artículos de punto y ganchillo	-12,05	-4,25
Otras industrias manufactureras	-13,61	-11,64
Otros productos textiles	-16,15	-12,62
Refinación del petróleo	-22,72	-22,95
Maquinaria de uso especial	-31,63	-19,36

Fuente: DANE, Nueva Muestra Mensual Manufacturera.

Sector externo

COMERCIO EXTERIOR
(Millones de dólares)



Fuente: DANE.

Fecha	Importaciones	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (diciembre 2005)	2.013	4,2	26,4
Dato anterior (noviembre 2005)	1.931	12,7	27,8
Fecha	Exportaciones	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (diciembre 2005)	1.934	5,8	36,2
Dato anterior (noviembre 2005)	1.828	2,3	37,1
Fecha	Balanza comercial	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (diciembre 2005)	51	98,9	197,0
Dato anterior (noviembre 2005)	26	-86,6	155,0

* 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