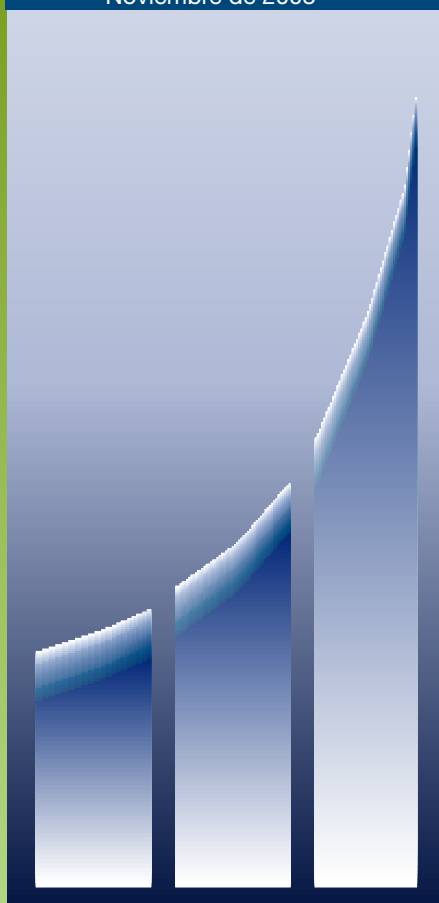


TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

79

Noviembre de 2008



FEDESARROLLO

Director adjunto
Mauricio Santa María.

TENDENCIA ECONÓMICA

Directora
Camila Pérez M.

Investigadores asistentes
Julián Márquez A.
David Forero

Calle 78 No. 9-91
Teléfono: 312 53 00
Fax: 212 6073
<http://www.fedesarrollo.org>
Bogotá D.C., Colombia

Editorial: El salario mínimo en 2009: negociando en un escenario complicado

Actualidad: Las pirámides: ¿qué son, qué fue lo que falló y qué hacer?

Encuesta de Opinión Financiera

Encuesta de Opinión del Consumidor

Encuesta de Opinión Empresarial

Indicadores Económicos

El salario mínimo en 2009: negociando en un escenario complicado

Antes de terminar el año deberá fijarse el incremento del salario mínimo (SML) para 2009, en una negociación que no parece fácil y que desde hace tiempo no revestía tanta importancia. Si bien ese proceso siempre ha sido complejo, en esta oportunidad se conjugan factores que lo hacen aún más complicado. De una parte, la elevada inflación en 2008 hace que, de entrada, las expectativas de los trabajadores sean altas. De hecho, las centrales obreras ya han expresado que esperan un aumento del 14%. Al mismo tiempo y debido al deterioro del contexto externo, a las restricciones crediticias para financiar la inversión extranjera y local y al futuro incierto de nuestros principales socios comerciales, la economía se está desacelerando y hay una expectativa de bajo crecimiento y escasa generación de puestos de trabajo para el año entrante. Fedesarrollo estima que, en el mejor de los casos, el PIB aumentará 3% en 2009. Esta cifra, sin embargo, puede reducirse si las condiciones del mercado laboral se deterioran más de lo esperado. Por otra parte, debido a la desaceleración de la demanda y a la caída en los precios del petróleo, de otras materias primas y de los alimentos, es inminente una reducción de la inflación a lo largo de 2009. Así lo confirman las encuestas de Fedesarrollo y el Banco de la República, las cuales señalan que las expectativas de inflación para 2009 están alineadas con la meta recientemente fijada por el Emisor (4.5% - 5.5%).

Dado este escenario, el balance requerido a la hora de fijar el incremento del SML entre los objetivos de equidad (que busca mantener el ingreso real de los trabajadores) y el de evitar que se deteriore aún más la distribución del ingreso por la exclusión de los grupos más pobres del empleo y la formalidad, será más complicado que de costumbre. En efecto, mientras que la elevada inflación de 2008 justificaría un aumento importante del SML para 2009, la previsible desaceleración económica y de la inflación en 2009 apuntan en sentido contrario.

Con una economía que se desacelera y una inflación que disminuye, el no ejercer cautela en el aumento del SML con absoluta seguridad se traducirá en un aumento significativo del desempleo en el transcurso de 2009. Durante 2008 hemos visto cómo el desempleo ha tenido un crecimiento sostenido por cuenta de la desaceleración de la economía. Entre octubre de 2007 y octubre de 2008 la tasa de desempleo en las 13 áreas metropolitanas se incrementó en cerca de un punto porcentual, lo que implica que hoy hay 320.000 más colombianos sin empleo que hace un año. Pero este no fue un dato aislado, este comportamiento es ya una tendencia. En efecto, desde Julio el desempleo ha estado creciendo cuando se compara con el año anterior. Adicionalmente, por primera vez en años se observa que el desempleo de los jefes de hogar va al alza. Si la sola desaceleración económica ha tenido un efecto tan adverso sobre el empleo, no es difícil imaginar lo que sucedería en términos de desempleo y formalidad si, además, se da un aumento importante del SML. Lo anterior, a su vez, generaría un espiral recesivo grave que deterioraría aún más las perspectivas de crecimiento.

PATROCINADOR:



DAVIVIENDA

La literatura relevante indica que, bajo ciertas circunstancias, el salario mínimo puede ser una poderosa herramienta para reducir la pobreza y la desigualdad. En Colombia, infortunadamente, la situación generalmente ha sido diferente. En particular, aumentos pronunciados en el salario mínimo se han asociado con incrementos en el desempleo y la informalidad, sobretudo entre los trabajadores de menores ingresos y menos educados, de manera que los hogares en la mitad de la distribución del ingreso se han beneficiado a costa de la población más pobre y vulnerable. En efecto, la evidencia empírica para Colombia sugiere que un aumento de 10% en el salario mínimo real genera un incremento del desempleo de 3,6 puntos para los hombres y de 2 puntos para las mujeres y estas cifras son más grandes si solamente se toman los trabajadores de menores ingresos. Los efectos tienden a ser peores en un escenario de desaceleración de la economía. Los cálculos indican que si durante la crisis de finales de la década pasada el salario mínimo se hubiera mantenido en términos reales en los niveles de 1995, en 2003 la tasa de desempleo de los hombres habría sido 8% en lugar de 14,7%.

No hay duda de que en Colombia el salario mínimo y los salarios en general son bajos, reflejando el hecho de que vivimos en un país de ingreso medio-bajo. Es decir, el PIB por habitante es modesto. En 2007 era equivalente al 7,3% del PIB per capita de Estados Unidos y a cerca del 40% del de Chile. Evidentemente, existe una imperiosa necesidad de aumentar el ingreso per cápita. Sin embargo, la lógica económica indica que esta tarea no empieza por aumentar los salarios por decreto, sino por incrementar la productividad del trabajo y la inversión. Ahora bien, siendo bajo el ingreso per cápita y el nivel general de salarios, en Colombia el salario mínimo es bastante elevado cuando se compara con las remuneraciones promedio de la economía y con el ingreso per cápita del país. En efecto, el salario mínimo hoy representa el 52% del salario promedio, siendo esta cifra la segunda más alta de América Latina, después de Honduras. Como consecuencia, cerca del 30% de los trabajadores colombianos devengan menos de un SML. Un ejemplo ilustra bastante bien esta problemática. Mientras Estados Unidos tiene un ingreso per cápita cerca de 13 veces mayor al de Colombia, el salario mínimo es sólo 4,5 veces más alto al de nuestro país. Por eso y por los menores costos no salariales del país del norte, no nos debe extrañar que mientras en E.U. se considera como una tragedia que la tasa de desempleo suba al 7%, en Colombia lograr que baje al 10% es un logro digno de celebrarse.

Puesto que el salario promedio, por definición, refleja la productividad laboral de la economía, el hecho de que desde finales de los noventa la relación SML/Salario Medio haya crecido cerca de diez puntos porcentuales, hasta alcanzar el 52%, es prueba de que el SML ha aumentado bastante más que la productividad laboral, con efectos negativos sobre la generación de empleo formal. Este incremento relativo del SML fue una de las principales causas de que el desempleo aumentara

tanto a finales de los noventa y, más importante aún, de que no disminuyera mucho cuando la economía creció a tasas superiores al 5% durante 2003-2007. Este panorama se hace aún más sombrío cuando se tienen en cuenta otras restricciones prevalecientes en el mercado laboral, como los elevados impuestos a la nómina (que están entre los más altos de Latinoamérica), los cuales limitan aún más el potencial de nuestra economía para generar empleo formal. Como lo mencionamos en una Editorial pasada de *Tendencia*, estas restricciones se vuelven mucho más importantes cuando la economía se desacelera. Es en esos momentos cuando todos los sobre-costos se vuelven insostenibles, tanto para el empleador como para el trabajador. Es decir, dado el escenario actual de desaceleración, si el SML se mantiene en términos reales constante, vamos, de todas maneras, a observar un aumento en el desempleo que lo puede situar alrededor del 13% como promedio del año en 2009. Si, por el contrario, se aumenta considerablemente el valor real del SML, el incremento de la tasa de desempleo puede ser mayor y alcanzar niveles ya demasiado altos, con consecuencias muy negativas sobre el bienestar de los hogares más pobres y sobre el crecimiento de la demanda y, por lo tanto, de la economía.

De esta manera, el gobierno debe evitar a toda costa ceder a las tentaciones de incrementar el salario mínimo muy por encima de la inflación esperada para 2009. Todo lo que se ha dicho aquí no es una elucubración teórica sin fundamento. La historia nos ha demostrado varias veces que estos efectos ciertamente se dan en la realidad. Por ejemplo, en 1999, en una situación similar de inflación a la baja y desaceleración de la economía (aunque más fuerte que ahora), el salario mínimo se incrementó siete puntos porcentuales por encima de la inflación de ese año, lo cual condujo a que el desempleo pasara, en cuestión de seis meses, de 14% a 20%. Esto fue equivalente a acelerar y profundizar, por la vía de menor consumo privado, el espiral recesivo que ya se había generado.

Así, cualquier beneficio social que se logre “mejorando” el salario mínimo se hará a costa de un preocupante aumento del desempleo y, lo más grave, esto afectará fundamentalmente a los segmentos más pobres de la población. Para Fedesarrollo el aumento del salario mínimo para 2009 no debe ser superior al 7 - 7.5% (valga aclarar que, de no ser por los fallos de la Corte Constitucional, la cifra apropiada estaría alrededor del 6%). Un incremento por encima de esa cifra profundizaría la desaceleración de la actividad económica e incrementaría el desempleo. Un ajuste moderado del SML, en el contexto descrito, sería una demostración de responsabilidad y preocupación por el bienestar de los hogares más pobres. Uno exagerado, por otra parte, conduciría a profundizar los ya graves problemas del mercado laboral colombiano, con impactos negativos sobre la pobreza.

Las pirámides: ¿qué son, qué fue lo que falló y qué hacer?

El surgimiento y posterior expansión de esquemas fraudulentos de captación de dinero, conocidos como “pirámides” y el fuerte impacto económico, social y político que ha tenido su colapso en distintas regiones del país, han sido motivo de amplia discusión. Hemos sido testigos de cómo en las últimas semanas el gobierno tomó una serie de medidas bastante drásticas que buscaban, por una parte, cortar con el problema de raíz y, por la otra, mitigar el impacto del fracaso del esquema sobre los depositantes. Dentro de las razones que se han aludido como causas del surgimiento de este fenómeno se destaca la de los altos costos de los servicios bancarios, mientras que en la explicación de la magnitud del tamaño del problema se suele mencionar la tardía acción de las autoridades, tanto ejecutivas como judiciales.

En el presente artículo de actualidad se analizará el funcionamiento de las pirámides, abordando el tema desde la teoría económica y haciendo un paralelo con el comportamiento irracional de los agentes detrás de la crisis financiera internacional y el colapso de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos. Así mismo, analizaremos la evolución reciente del acceso a los servicios financieros en Colombia, comparando su estado actual con el de otros países, para concluir que ésta no parecería ser la causa del surgimiento de las pirámides. Por último, haremos un comentario sobre las actuales propuestas del gobierno para mitigar la crisis generada por la caída de estos esquemas de captación masiva de dinero.

¿Qué son las pirámides?

Una pirámide es un esquema que ofrece un alto rendimiento a los individuos que depositen allí su dinero. La tasa de retorno depende de un incremento o bien del número de integrantes, o bien de la magnitud de los aportes de quienes ya participan. Así, un individuo paga un dinero para adquirir el derecho a recibir dividendos provenientes del ingreso de otros al sistema. La característica fundamental de un esquema piramidal es que, dado que la economía tiene una población finita, existe un límite a su duración potencial del esquema. Adicionalmente, valga decir, desde ya, que un esquema que ofrece unos rendimientos tan altos (que llegaron a ser de más del 100% mensual) no es sostenible en una economía de mercado. En efecto, las leyes del mercado implican que una actividad con semejantes retornos atraería a muchos individuos a participar en ella, lo que, con el tiempo, reduciría esos retornos hasta niveles compatibles con el costo del dinero que, en ningún caso (ni en ningún país), superan el 10-15% anual.

La estructura piramidal es comúnmente usada en la economía formal como un mecanismo de comercialización y distribución de un producto, a través de los llamados esquemas de mercadeo multinivel, que permiten reducir los costos de distribución y publicidad. Aquí, el participante paga una tarifa de entrada que le permite volverse un agente de ventas del producto, realizando además, por lo general, una inversión inicial en la compra de inventario. A partir de ese punto, el individuo obtiene ganancias tanto por las ventas propias como por las de los nuevos participantes que pueda incorporar al sistema, de lo cual se deriva

la estructura piramidal. En la medida en que se avanza en los niveles de la pirámide, se vuelve más difícil obtener un retorno adecuado, dado que la imposibilidad de mantener un crecimiento exponencial de los participantes reduce las posibilidades de venta y expansión del producto. Así, los integrantes de los niveles más bajos de la pirámide asumen un riesgo cada vez más elevado de perder los costos de entrada y de quedarse con el inventario adquirido.

En este tipo de estructura piramidal los participantes asumen un riesgo moderado y las ganancias tienen un fundamento real: la comercialización de un producto. Estos factores ciertamente no están presentes en la pirámide tipo Ponzi, la más común en los hechos recientes en el país, en la que una única persona o empresa recibe el dinero de los depositantes, con la promesa de multiplicarlo en un corto período de tiempo, invirtiéndolo supuestamente en un negocio muy lucrativo. Los altos dividendos generalmente se explican aludiendo a inversiones internacionales o a oportunidades de arbitraje financiero que son capaces de multiplicar el capital. Sin embargo, esos argumentos suelen ser un engaño dado que, en la práctica, el esquema de Ponzi funciona de forma muy distinta. A los primeros inversionistas se les paga cumplidamente el retorno ofrecido, lo que hace que éstos propaguen la información de las altas ganancias y convenzan a más gente de ingresar. Atraídos por las expectativas generadas por el entorno, más personas entran al juego y el sistema en apariencia se consolida, utilizando los aportes de los nuevos integrantes. En un esquema de Ponzi no se comercializa ningún producto ni se genera un valor agregado capaz de explicar este tipo de rendimientos, incongruentes con un esquema de mercado, la única función que cumple es la de redistribuir recursos desde los nuevos participantes hacia los antiguos. Como la estructura piramidal implica que el número de aportantes en un nivel dado siempre sea mayor al de las personas que perciben dividendos en el nivel superior, la nueva distribución de recursos siempre va a ser más inequitativa que la primera.

El esquema de Ponzi está destinado al colapso desde el primer día, dado que requiere un crecimiento exponencial de los participantes que financie los exagerados retornos, lo que no puede sostenerse indefinidamente en el tiempo. En el momento en el que el incremento en el número de participantes frena su ritmo y el monto del principal y los intereses pagaderos a los primeros individuos excede el de los fondos aportados por los nuevos integrantes, los promotores se ven obligados a incrementar aún más la ya exorbitante tasa de retorno ofrecida con el fin de atraer más individuos. Esto amplía la necesidad de nuevos recursos, lo que profundiza el círculo vicioso. El colapso del sistema es inminente y, en efecto, se presenta cuando los promotores deciden llevarse el dinero de los últimos niveles de la pirámide. Dado el crecimiento requerido de aportantes, el número de personas que pierden su dinero siempre supera al de los participantes que obtuvieron ganancias.

Supongamos un esquema piramidal en el que se le pida a los inversionistas depositar una cuota fija de \$100, ofreciéndoles una tasa de retorno del 300% trimestral, y con una comisión para la empresa del 20% de los recursos depositados. En este caso, para pagarle las ganancias prometidas a un participante, se necesita

que cinco nuevos integrantes aporten la cuota requerida. En el quinto nivel, la base de la pirámide, compuesta por 3.125 personas que aportaron sus recursos, está generando ganancias a 781 personas de los niveles superiores. En este caso, como se ve en el Gráfico 1, el número de personas necesarias en la pirámide superaría la población colombiana en el nivel 11 y la población mundial en el nivel 14.

Gráfico 1
EVOLUCIÓN DEL NÚMERO DE PARTICIPANTES EN UNA PIRÁMIDE SIMPLE



Fuente: Fedesarrollo

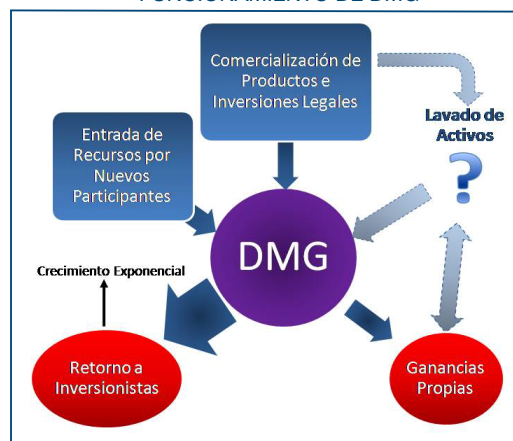
El caso de DMG

En el caso de Colombia, la asombrosa sofisticación alcanzada por estos sistemas dificultó enormemente la acción de las autoridades. El ejemplo más diciente es el de la captadora de dinero DMG, que había expandido sus operaciones desde 2005 y, según los medios de comunicación, tenía oficinas en más de 20 departamentos, actividades en ocho países y era dueña de 42 empresas en Colombia y 53 en el exterior. El *modus operandi* de esta compañía era muy complejo y el esquema piramidal como medio de atracción de recursos era sólo una porción de sus actividades. En todo caso, la empresa empezó sus actividades como una pirámide tipo Ponzi y con el tiempo se fue sofisticando para evadir las autoridades.

DMG funcionaba mediante un mecanismo de venta de tarjetas prepago, que podían ser utilizadas luego en la compra de bienes y servicios. El componente de pirámide tipo Ponzi se presentaba cuando se les devolvía a los depositantes total o parcialmente los recursos entregados por la compra de las tarjetas, con rentabilidades que rondaban el 100% semestral. Parte del éxito de la compañía se basaba en la reducción del riesgo para los depositantes, que podían usar las tarjetas prepago dentro de las instalaciones de la compañía, adquiriendo productos cuyo precio era ligeramente mayor al de mercado. En el Gráfico 2 se puede ver un esquema muy simplificado del flujo de ingresos y egresos de una compañía como DMG. Las fuentes de recursos son la entrada de nuevos participantes, las ganancias en la comercialización de productos y, presumiblemente, los recursos provenientes del lavado de dinero. El segundo y el tercer componente se interrelacionan, dado que los dólares provenientes de negocios ilícitos son usados para la compra de los bienes que son comercializados posteriormente a un precio ligeramente elevado, generando ganancias adicionales. Los egresos son los pagos a los depositantes. La diferencia son las ganancias de la compañía. Puesto que el crecimiento en el número de depositantes es limitado, la única forma de contrarrestar el incremento exponencial en los gastos es mediante la consecución creciente de recursos provenientes del lavado de dinero o de otras actividades ilícitas, lo que llevaría a un incremento

proporcional en los esfuerzos por eludir la acción de la justicia.

Gráfico 1
FUNCIONAMIENTO DE DMG



Fuente: Fedesarrollo

Antecedentes históricos

La captación masiva de dinero en los esquemas piramidales no es nueva y la historia presenta numerosos casos de fraudes multitudinarios, algunos con consecuencias graves. De hecho, el esquema de Ponzi recibe su nombre del estafador italiano Carlo Ponzi, que en 1919 llevó a cabo un fraude monumental en Estados Unidos, al crear en Boston una empresa que prometía un retorno del 100% trimestral, argumentando que invertía en el negocio de cupones de correo. Después de ocho meses de frenético crecimiento, en los que llegó a manejar cerca de US\$15 millones, el fraude fue descubierto por un periodista con el argumento de que, para poder pagar las obligaciones contraídas, se necesitaba que el negocio de Ponzi manejara 160 millones de cupones, cuando en realidad no había más de 27.000 en circulación.

Si bien fraudes con captación de dinero del público se han presentado repetidamente a lo largo de la historia, la época de mayor proliferación de los esquemas piramidales fue la de los noventa, en las economías en transición. Así, países como Rusia, Ucrania, Bulgaria, Rumania, Armenia y Albania sufrieron fuertes desórdenes sociales a causa de la caída de pirámides con gran cantidad de inversionistas. Factores como las deficiencias del sistema financiero (o su inexistencia), las fallas de gestión pública y la carencia de cultura financiera, fomentaron la aparición de un mercado paralelo, muchas veces con la aquiescencia del Estado. Un caso muy sonado fue el del fondo de inversiones ruso MMM, que logró atraer cerca de 4 millones de depositantes que compraban acciones de la empresa con la promesa de un rendimiento de 3000% anual. La caída de esta pirámide y el fuerte apoyo de los aportantes a su creador, un carismático líder de apellido Mavrodi, puso en tela de juicio la acción del gobierno y ocasionó un enfrentamiento entre las entidades regulatorias, en busca de un responsable de las fallas de control en el surgimiento de MMM¹.

Pero quizá la historia más dramática de este tipo de sistemas se dio en Albania, un pequeño y aislado país de los Balcanes de cerca

¹ Kaufman D. (1998) La pirámide financiera MMM. Revista Perspectivas, Mayo 1998.

de 3 millones de habitantes, cuyo sistema financiero, reformado después de la caída del comunismo, era muy rudimentario. En este país, la banca privada estaba muy poco desarrollada y el 90% de los depósitos era controlado por tres bancos estatales. La deficiente regulación impedía establecer controles sobre el mercado paralelo, lo que favoreció el establecimiento de numerosas entidades captadoras de dinero que funcionaban bajo el esquema de Ponzi. En 1996 los pasivos de estos sistemas fraudulentos llegaron a representar cerca del 50% del PIB, con dos tercios de la población involucrada. El dramático colapso de numerosas pirámides llevó a la caída del gobierno y a un estado de anarquía y caos, bordeando en una guerra civil, lo que degeneró en un saldo de 2.000 muertos y llevó a miles de familias a la bancarrota².

La racionalidad de los agentes

Dado el hecho de que, con total seguridad, los esquemas tipo Ponzi se quiebran y un número importante de personas pierde su dinero, la teoría económica ha intentado explicar la racionalidad de los individuos que participan en estructuras piramidales a partir de múltiples teorías, desde los modelos matemáticos hasta el uso del esquema Ponzi como un mecanismo de *roll-over* (“jineteeo”) de la deuda externa de un país³. Sin embargo, uno de los análisis más interesantes es el que utiliza la teoría de juegos para explicar el comportamiento de los agentes comprometidos en estos mecanismos⁴. En este caso, se supone que hay dos tipos de individuos que invierten en las pirámides: los “ingenuos” y los “sofisticados”. En la primera clasificación se incorporan los individuos que, bien sea por ignorancia o por ingenuidad, no conocen el funcionamiento del sistema y están convencidos que los pagos se harán continuamente. Sus expectativas dependen de información incompleta, al basarse en la presión del entorno social y en la comparación de sus propias ganancias con las de los demás. Los individuos “sofisticados”, por el contrario, saben que la pirámide es un fraude y que eventualmente colapsará, pero están seguros de poder determinar el momento adecuado para retirarse sin perder plata.

En estos ejercicios, las pirámides son juegos asimétricos en donde lo fundamental para los promotores es la existencia de asimetría en la información: las decisiones de cada depositante dependen de los retornos entregados por la firma hasta ese momento, mientras que las decisiones de ésta última dependen de información privada sobre el nivel de sostenibilidad del sistema. Dado que los inversionistas no tienen acceso a dicha información, no les es posible saber cuándo es mejor retirar su dinero, por lo cual aquellos que obtienen una ganancia lo logran sólo por casualidad. Por otra parte, la única acción racional es la de nunca invertir en este tipo de esquema, que se puede asemejar a una apuesta en un casino, con la diferencia de que en el primer caso se sabe con certeza la distribución injusta que caracteriza los resultados finales.

² Jarvis, C. (2000) The rise and fall of the pyramids schemes in Albania. IMF Staff Papers. Vol. 47 No. 1

³ King I. y D. Ferguson D. (1993) Dynamic inefficiency, endogenous growth and Ponzi games, Journal of Monetary Economics 32, No. 1, 79-104 y Forslid R. (1998) External debt and Ponzi-games in a small open economy with endogenous growth, Journal of Macroeconomics 20, No.2, 341-349.

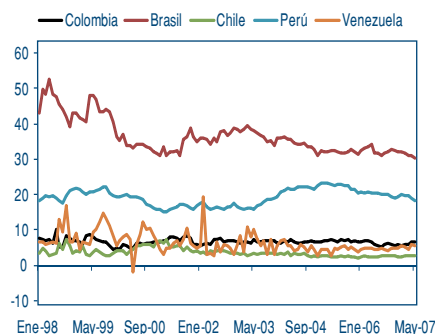
⁴ Belianin A. y, Issoupova O. (2001) Financial pyramids in transitional economies: a game theoretic approach. Working Paper Series. Education and Research Consortium.

Las pirámides y el sistema financiero

Algunas razones que se aducen para explicar el surgimiento y acogida de fraudes piramidales tienen que ver, entre otras, con los altos costos de la intermediación financiera (especialmente para los más pobres), las bajas tasas de interés que los bancos pagan sobre los depósitos y el restringido acceso de la población de bajos recursos a los servicios bancarios. Es decir, la gente, particularmente de bajos recursos, “invierte” su dinero en estos esquemas porque, supuestamente, el sistema financiero formal los excluye y/o les ofrece muy bajos rendimientos. La evidencia empírica claramente sugiere que estos argumentos no explican la aparición y consolidación de pirámides en Colombia.

Al hacer una comparación del margen de intermediación (la diferencia entre las tasas de interés de colocación y de captación) entre el sector bancario colombiano y el de otros países de América Latina, se observa que la banca colombiana se encuentra cerca al promedio de la región, comparándose muy favorablemente con países como Brasil y Perú (Gráfico 3). Entonces, si los elevados márgenes fueran la razón para el surgimiento de pirámides, se esperaría que esos países tuvieran problemas más graves que los recientemente observados en Colombia con esquemas de captación ilegales.

Gráfico 3
MARGEN DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA



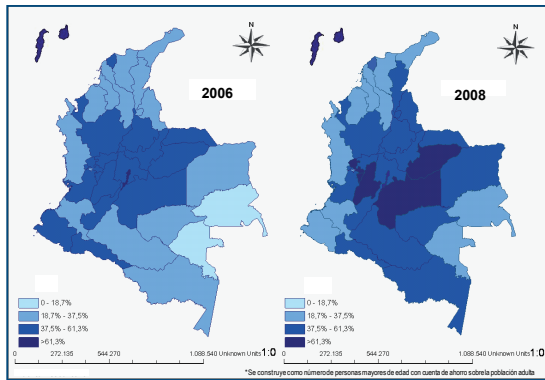
Fuente: FMI, cálculos Fedesarrollo

Con respecto al acceso a servicios financieros por parte de la población de bajos recursos, la literatura sugiere que los obstáculos provienen tanto del lado de la oferta como de la demanda⁵. En cuanto a la oferta, se tienen factores como las medidas de prevención contra el riesgo de crédito (que, por otra parte, han contribuido a disminuir la vulnerabilidad del sector colombiano frente a la crisis financiera) y los altos costos de llegar a hogares de bajos ingresos. Por el lado de la demanda, si bien un alto precio del servicio y un bajo nivel de ingreso pueden convertirse en barreras de acceso, los estudios han mostrado que un determinante muy importante de los bajos niveles de bancarización es la “auto exclusión” (*self-exclusion*), en la que individuos que califican para los servicios bancarios no los buscan, debido principalmente a falta de conocimiento del sistema financiero y a prejuicios socio culturales. En Colombia, en los últimos años el sector bancario ha implementado programas de incremento de la bancarización en regiones apartadas, donde los avances han sido significativos. Así, el nivel de bancarización de la población adulta

⁵ Beck, T. y De la Torre, A. 2006. The basic analytics of Access to financial services. World Bank Policy Research Working Paper No. 4026.

ha aumentado de 47% en 2006 a 55,5% en 2008 (Gráfico 4).

Gráfico 4
ÍNDICE DE BANCARIZACIÓN



Fuente: Asobancaria

Además, es importante resaltar la importancia que han tenido, tanto en Colombia como en otros países, estrategias de oferta de créditos a clases bajas por parte de instituciones formales por fuera del sector bancario, que han demostrado su eficacia en suplir las fallas de mercado y disminuir la vulnerabilidad financiera de la población. Este es el caso de “Crédito Fácil para Todos”, un programa de Codensa que busca facilitar el acceso al crédito de consumo por parte de población no bancarizada de bajos ingresos y que, desde 2001, ha otorgado más de \$1,5 billones en créditos en Bogotá, beneficiando a cerca de 630 mil personas⁶. Estos programas pueden constituir una alternativa viable para el acceso al crédito en la población no bancarizada, a la cual el sector bancario no puede llegar por los altos costos de entrada.

Semejanzas con la crisis financiera internacional

Si bien existen muchas diferencias entre la crisis de las pirámides en Colombia y la crisis actual del sistema financiero internacional, entre las cuales se destacan que esta última no comprende actividades de lavado de dinero y no involucra directamente a los sectores más pobres, también existen algunos elementos similares que vale la pena mencionar para entender que una exagerada disposición a tomar elevados riesgos casi siempre termina en que una porción grande de la población pierde recursos considerables.

La crisis financiera internacional se generó en una burbuja basada en la especulación con instrumentos financieros, con un apalancamiento excesivo en préstamos del sector hipotecario, que se otorgaron masivamente con la expectativa de una valorización constante (y sin límite en el tiempo) de la finca raíz⁷. La caída de los precios de la vivienda y la consecuente pérdida de confianza en el valor de los créditos generó una reacción en cadena contra todos los títulos respaldados por esos activos, ocasionando un fuerte deterioro de los balances de las compañías del sector financiero y de los mercados de valores a nivel global.

⁶ Arbeláez M., García F., Sandoval C. y Contreras D. (2007) El crédito no bancario; una alternativa para la bancarización y la reducción de la pobreza. El caso del “Crédito Fácil para Todos” de CODENSA, Coyuntura Social de Fedesarrollo No. 37, 89-120.

⁷ Ver Tendencia Económica No. 78.

Tanto en el caso de las pirámides como en el de la crisis financiera, si bien los fundamentos de los altos dividendos eran endebles (aunque en esta última por lo menos existían los bienes raíces para respaldar parte de la deuda), la ingenuidad de los agentes y la opacidad y falta de regulación del mercado jugaron un papel importante. En ambos casos se presentó una situación de alto apetito por riesgo en un entorno de bajas tasas de interés, lo que motivó a los agentes a manejar su dinero de una forma particularmente riesgosa en aras de conseguir una alta tasa de retorno.

Otro aspecto similar en ambas crisis fue el nivel de apalancamiento que comenzaron a asumir los agentes económicos. En el caso de la crisis hipotecaria, este fenómeno se plasmó en el uso masivo de derivados, que permitió que se disparara la relación activos/patrimonio y que el endeudamiento de las instituciones bancarias se elevara a niveles insostenibles, lo que llevó a que, en momentos de crisis, el proceso de reestructuración profundizara el deterioro de los balances y el ciclo negativo del crédito. En el caso de las pirámides, si bien este proceso se desarrolló a un nivel menos sofisticado, las personas adquirieron créditos con el sistema bancario o por fuera de él para “invertirlos” en las pirámides. Ante la pérdida del capital, la probabilidad de moratoria en el pago por parte de los consumidores aumentó, lo que obligará al sector financiero a asumir parte de las pérdidas.

Reflexiones finales

La ola de colapsos de pirámides registrada en noviembre y la cantidad de ciudadanos afectados dejan ver la magnitud que había alcanzado el fenómeno que, sin duda, se había gestado durante mucho tiempo. En ese sentido, la reacción de las autoridades fue tardía ante una problemática que se venía venir. Las acciones de las últimas semanas muestran que sí existían medidas por tomar, que hubieran sido menos dolorosas si se hubieran adoptado a tiempo.

Desafortunadamente, con la información disponible no es posible conocer con certeza el total de recursos invertidos en estos esquemas, si ese dinero provenía de ahorros propios o de crédito, y el destino que tuvo el dinero que no se le devolvió a los aportantes. En todo caso, no esperamos que el impacto macroeconómico a nivel agregado sea grave, sin desconocer que en departamentos como Putumayo y Nariño pueden presentarse reducciones del consumo importantes y que existen familias que enfrentan situaciones difíciles, caracterizadas por pérdidas importantes de activos y, posiblemente, mayor endeudamiento.

En cuanto a la intervención del Estado en la compensación de esas familias estafadas, los estudios han demostrado que el riesgo moral en estos casos es considerable⁸. En Fedesarrollo consideramos que la reciente propuesta del gobierno de ampliar los recursos dedicados a programas como Familias en Acción y Familias Guardabosques para ayudar a los ciudadanos afectados por el colapso de las pirámides en Nariño y Putumayo no es particularmente conveniente. Utilizar recursos provenientes de los impuestos que pagan los ciudadanos por el ejercicio legal de sus actividades, para compensar a especuladores que perdieron su dinero no contribuye a crear los incentivos adecuados para aquellos

⁸ Bhattacharya U. (1999) On the possibility of Ponzi schemes in transitional economies, Journal of Financial Intermediation 12, No. 1, 2-24.

que asumen el riesgo de montar un negocio de manera lícita y fracasan en el intento, sin que por ello reciban asistencia alguna por parte del estado. Por eso, la señal dada por el gobierno, en el sentido de que los recursos del presupuesto no podían destinarse a resarcir directamente a los damnificados por las pirámides, va en la dirección correcta.

Tampoco contribuyen los erráticos anuncios relacionados con el sector financiero. Sin lugar a dudas, es necesario incrementar los esfuerzos de bancarización y de acceso en las regiones alejadas, complementando lo logrado hasta ahora. En este sentido, se puede acudir a estrategias de educación financiera que ataquen el problema de "auto exclusión" mediante la capacitación de adultos en el uso de servicios bancarios. La medida que propone adoptar el gobierno de reducir por ley las tarifas de los servicios financieros para las personas de bajos recursos debe analizarse con sumo cuidado, pues se corre el riesgo de desincentivar los esfuerzos de profundización bancaria por parte del sector privado, esfuerzos que han arrojado importantes frutos en el pasado reciente. Sería

paradójico que la negligencia desplegada por el Estado durante los varios meses en que las pirámides florecían a la vista de todos, termine por traducirse en mayores cargas e imposiciones al sector financiero. Más bien, valdría la pena profundizar las medidas que eliminan los obstáculos para el acceso al sistema financiero, como la eliminación parcial del impuesto del cuatro por mil a las transacciones financieras, tal como se hizo para los clientes de más bajos recursos en el programa de la Banca de Oportunidades.

Lo más conveniente es, sin duda, concentrarse en recuperar la mayor cantidad de dinero posible y devolverlo, en proporción al aporte, a las familias o individuos estafados y, lo más importante, asegurarse de que sobre los responsables de estas estafas caiga todo el peso de la ley. Las expresiones de respaldo a algunos de estos esquemas por parte de ciertas autoridades legislativas y de algunos mandatarios locales dejan mucho que desear y confunden a la ciudadanía. El mensaje en el sentido de resaltar el engaño que constituyen estas "empresas" y las nefastas consecuencias de buscar "dinero fácil" debería ser unánime y contundente.

Aumenta la proporción de administradores que espera que la inflación ceda durante los próximos seis meses

De acuerdo con el balance de las respuestas de la última encuesta, los administradores esperan que en los últimos meses del año se presente una reducción en la inflación. En efecto, el 82% de los encuestados consideró que la inflación disminuirá durante el próximo semestre, mientras que 11% expresó lo contrario. El 7% restante respondió que el nivel de precios se mantendrá inalterado en el corto plazo. En esta medida, el balance a esta pregunta se ubica en -71%, 5 puntos por debajo del registro del mes inmediatamente anterior (Cuadro 1). Luego de una reducción de la inflación en el mes de septiembre, durante el mes de octubre el índice de precios del consumidor registró un incremento mensual de 0.35%. De la misma manera, la inflación acumulada de los últimos 12 meses registró un aumento, pasando de 7,55% a 7,92%, dato que se conoció después de terminada la encuesta. En cuanto a la tasa de interés de intervención del Banco de la República, el 84% de los encuestados piensa que durante los próximos seis meses la tasa de intervención disminuirá, mientras que solo un 5% afirma que ésta va a aumentar. El balance de esta pregunta llega a -79%, un valor no observado desde que se realiza la encuesta.

El peso se deprecia y las expectativas de devaluación aumentan

Según lo reportado por la encuesta EOF, los administradores mantienen sus expectativas de devaluación del peso para los próximos seis meses. El 64% de los administradores financieros afirmó que el peso colombiano se depreciará en los próximos seis meses, mientras que un 23% asegura que cambiará de tendencia y se revalorará. (Gráfico 1). En el mes de octubre, el peso colombiano se depreció 8,7%, manteniendo la tendencia devaluacionista registrada desde julio del presente año.

Los administradores ven un buen momento para la compra de acciones

Entre las preguntas que se les hace a los administradores financieros en la EOF, se incluye una acerca del mercado de acciones en Colombia. Al comparar el comportamiento de la respuesta a esta pregunta y el del IGBC se ve una relación directa (Gráfico 2), implicando que la respuesta de los administradores podría anticipar una recuperación del mercado. Durante el mes de octubre, el 34% de los administradores piensa que el mercado está sobrevalorado o en el precio justo. Este resultado está 26 puntos por debajo del nivel registrado un mes atrás, indicando que una proporción mayor de administradores piensa que es un buen momento para comprar acciones.

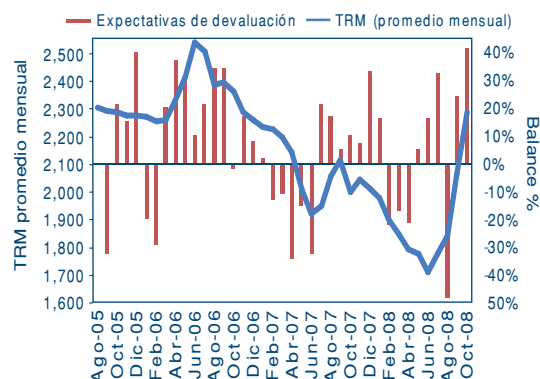
Cuadro 1
EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS PARA LOS PRÓXIMOS SEIS MESES (% NETO)

	Septiembre	Octubre	Cambio (puntos porcentuales)
Tasa de interés del Banco de la República	-37%	-79%	-42.0%
Inflación	-66%	-71%	-5.0%
Tasa de cambio	24%	41%	17.0%
Spread	26%	2%	-24.0%
Crecimiento económico	-87%	-93%	-6.0%

Balance: diferencia entre el porcentaje de respuestas positivas y el de respuestas negativas.

Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC-Fedesarrollo

Gráfico 1
EXPECTATIVAS DE DEVALUACIÓN Y TRM



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

Gráfico 2
SITUACIÓN DE MERCADO DE ACCIONES E IGBC



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC-Fedesarrollo. Bancolombia

Sigue cayendo la confianza de los consumidores

Durante el mes de octubre de 2008 el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) reportó una disminución, ubicándose en un nivel que no se registraba desde 2003. El ICC alcanzó un registro de 6,7 puntos durante octubre de 2008, 9,1 puntos por debajo del mes de septiembre del mismo año (14,8) y 31 puntos por debajo del registro máximo, alcanzado en octubre del año anterior (32,2). Los resultados del mes confirman la tendencia decreciente de la confianza de los consumidores, que pudo deteriorarse por el agravamiento de la crisis financiera mundial. (Gráfico 1).

Para el mes de octubre, el balance de dos de las preguntas que componen el ICC llegó a terreno negativo. Las expectativas de clima económico tuvieron una caída de 13 puntos en su balance con respecto al mes anterior, y de 44,6 puntos con respecto a octubre de 2007. Esta pregunta se situó en -11,3 puntos, poniendo en evidencia la percepción negativa que tienen los consumidores respecto al clima económico en el corto plazo. (Gráfico 2) La otra pregunta que se situó en terreno negativo fue la de la situación del hogar comparada con un año atrás. Esta tuvo una caída pronunciada de 7 puntos con respecto al mes anterior, ubicándose en neto -3,6 puntos. El resto de los componentes del ICC tuvieron una disminución, aunque se mantienen en terreno positivo. La pregunta que registró el mayor balance fue aquella acerca de las expectativas de la situación del hogar dentro un año, lo cual hace pensar que todavía hay cierto optimismo en los hogares respecto al futuro. La pregunta referente a la compra de bienes durables tuvo una pronunciada caída de 12,5 puntos con respecto al mes anterior, y de 39,9 puntos con respecto a octubre del año anterior, ubicándose en un balance de 14,8 puntos.

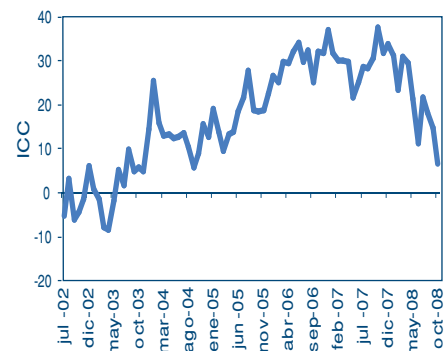
Adicionalmente, durante el mes de octubre de 2008 se obtuvieron resultados negativos tanto en el comportamiento del Índice de Condiciones Económicas (ICE) como en el Índice de Expectativas del Consumidor (IEC) (Cuadro 1). Estos resultados negativos refuerzan el mal momento por el cual está pasando la economía colombiana y permiten prever un menor desempeño en el comportamiento de los consumidores durante los próximos meses. El ICE registró una disminución mensual de 9,7 puntos y anual de 32,9 puntos, ubicándose en 5,6 puntos. Por su parte, el IEC registró una caída de 7 puntos en el último mes y de 29,7 puntos frente al registro del mismo mes en el año pasado, al ubicarse en 7,5.

Cuadro 1
RESUMEN DE RESULTADOS DE LA ENCUESTA DE CONSUMO

	Octubre 2007	Septiembre 2008	Octubre 2008	Cambio mensual	Cambio anual
ICC	37.7	14.8	6.7	-8.1	--31.0
IEC	37.2	14.5	7.5	-7.0	-29.7
ICE	38.5	15.3	5.6	-9.7	-32.9

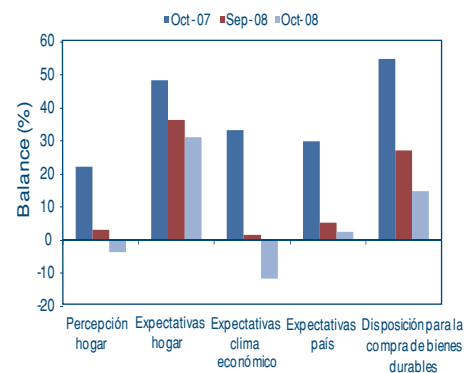
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) - Fedesarrollo.

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR (ICC)



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

Gráfico 2
COMPONENTES DEL ICC



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

Aunque el Índice de confianza cae en Barranquilla, sigue siendo el más alto

Los resultados más recientes de la EOC muestran que Barranquilla es la ciudad que presenta el mayor nivel de confianza, con un ICC de 17,5. En segundo lugar se ubica Bogotá, con un ICC de 8 puntos. Cali se ubica en el tercer lugar con un índice de 3,5, y Medellín ocupa la última casilla con un ICC de 1.4 puntos (Gráfico 3). De esta manera, los resultados en las cuatro ciudades son preocupantes, especialmente Cali y Medellín, pues presentan las caídas más pronunciadas con respecto al mes anterior con -11 y -9,1 puntos respectivamente. Bogotá, la ciudad de mayor peso en la economía del país, también presentó una variación negativa de 8,2 puntos, llegando a un valor que no se registraba desde septiembre de 2004. Aunque la confianza continúa en terreno positivo, es preocupante la cercanía al balance negativo de ciudades como Cali y Medellín.

La confianza para el estrato alto llega a terreno negativo

Al analizar el ICC por estratos se puede ver un comportamiento similar al observado en las ciudades. Por un lado, el estrato bajo disminuyó su confianza en 6,9 puntos con respecto al mes anterior y en 30,4 puntos con respecto a octubre de 2007. El ICC para este estrato se ubicó en 8 puntos, valor no observado desde marzo de 2005. En cuanto a la clase media, el ICC cayó 6,8 puntos con respecto a septiembre del mismo año, ubicándose en 7,1 puntos. Para el estrato alto, el ICC se ubicó en terreno negativo con la caída más pronunciada de los tres estratos. Este indicador cayó 21,3 con respecto al mes anterior y 36,4 con respecto al mismo mes de 2007.

La disposición para la compra de vivienda aumenta por dos meses seguidos

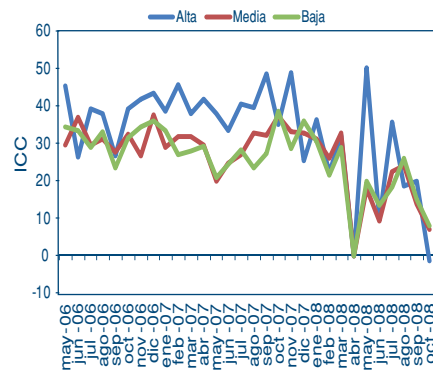
Los resultados reportados por la EOC durante el mes de octubre de 2008 muestran que la disposición de comprar vivienda parece mantenerse en los niveles del último mes. Aunque el balance de la pregunta se sitúa 0,7 puntos más alto que el mes anterior, está 19,6 puntos por debajo del resultado del mismo mes del año 2007. La pregunta se ubicó en 18,4 puntos. Desde junio del presente año, el balance de la pregunta que se refiere a la demanda de vivienda, ha presentado un ligero repunte, mientras que la variación anual de licencias aprobadas para vivienda (oferta) ha mostrado un comportamiento contrario.

Gráfico 3
ICC POR CIUDADES



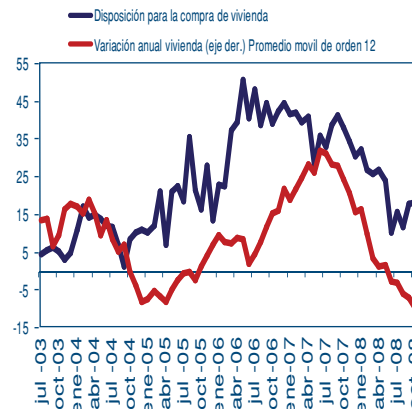
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) - Fedesarrollo

Gráfico 4
ICC POR ESTRATOS



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

Gráfico 5
DISPOSICIÓN PARA COMPRAR VIVIENDA Y AREA APROBADA



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

Confianza Industrial se sigue deteriorando

Los resultados de la última medición de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE), realizada en septiembre de 2008, muestran que el nivel de confianza de los empresarios continúa descendiendo. El Índice de Confianza Industrial (ICI) alcanzó un valor de -12 puntos, cifra que se encuentra 1 punto por debajo del registro del mes inmediatamente anterior. Con respecto a septiembre de 2007, este indicador se redujo en 20 puntos, llegando al nivel más bajo desde febrero de 2002. (Gráfico 1).

El componente de existencias tuvo un balance positivo de 17 puntos netos, 2 menos que el mes anterior y 16 más que en septiembre de 2007. Esto significa que un 17% neto de los encuestados tiene un inventario de productos terminado demasiado grande. El segundo componente del ICI tiene que ver con el volumen de pedidos que tienen las empresas por atender comparado con el mes anterior. Como se observa en el gráfico 2, el balance neto mejoró, llegando a -33 puntos. El tercer componente, que se refiere a las expectativas de producción en los próximos 3 meses, muestra una caída de 10 puntos con respecto al mes anterior, llegando a un balance neto de 14%. Este valor es el más bajo registrado durante todo 2008. Pese a la mejora en los pedidos y las existencias respecto al mes anterior, el ICI se redujo en el mes de septiembre.

Expectativas de empleo se recuperan

Los resultados del módulo especial trimestral muestran una mejora en las expectativas de empleo con un balance neto de -9% (Gráfico 3). Esto significa que el número de encuestados que esperan que en los próximos 3 meses haya disminución de personal en sus empresas se redujo. Este indicador es coherente con los resultados del ICI presentados anteriormente, pues a menores inventarios y mayores pedidos, las empresas estarían pensando en aumentar personal con respecto al mes anterior.

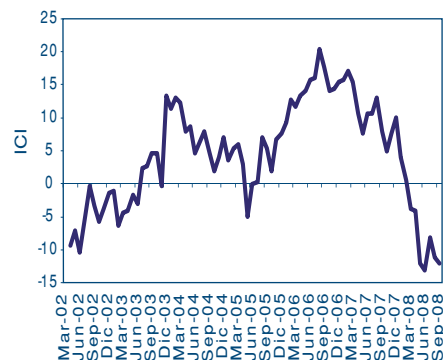
Aumenta el contrabando

La EOE le pregunta trimestralmente a las empresas sobre la existencia de contrabando durante el período con respecto al trimestre anterior, en cada una de sus industrias. Según los encuestados, durante el último trimestre el contrabando en la industria tuvo un balance neto de 21%, 16 puntos más que el trimestre anterior. Este aumento en la existencia de contrabando para los empresarios se puede explicar por la reciente devaluación que incentiva al contrabando de artículos dado que la importación legal de estos se ha encarecido.

La actividad productiva para los exportadores cambia de tendencia

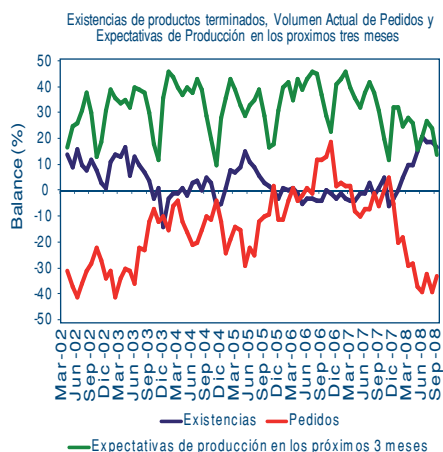
Dado el proceso de devaluación en los dos últimos meses, la actividad productiva de las empresas exportadoras con intensidad alta, media y baja aumentó con respecto al mes de agosto. Para las empresas con intensidad exportadora alta, el balance de la pregunta acerca de su actividad productiva con respecto al mes anterior se situó en 25 puntos, 42 más que el mes anterior, cuando se ubicaba en terreno negativo. Por otro lado, las empresas con intensidad media y baja se ubicaron en 3 y 9 puntos respectivamente,

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL (ICI)



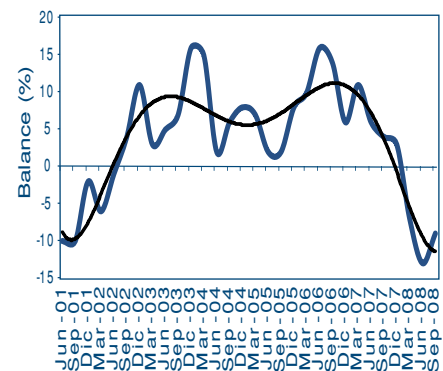
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) - Fedesarrollo

Gráfico 2
COMPONENTES DEL ICI



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) - Fedesarrollo

Gráfico 3
EXPECTATIVAS DE EMPLEO



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) - Fedesarrollo

mejorando 36 y 37 puntos en el balance.

Fuerte disminución en el ritmo de ventas de vivienda

El módulo especial de construcción aplicado trimestralmente en la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) revela una fuerte disminución en las ventas de vivienda durante este trimestre con respecto al mismo trimestre del año pasado. El balance neto se situó en -31%, 19 puntos menos que el trimestre anterior y 30 menos que en el tercer trimestre de 2007. (Gráfico 4).

Desaceleración en la construcción de vivienda para todos los estratos

También se puede observar una disminución en el porcentaje de constructores que inician proyectos de vivienda en todos los estratos. (Gráfico 5). En la encuesta, un 29% de los constructores de vivienda afirmó estar iniciando proyectos de estratos altos, 9% menos que el mes anterior. Por otro lado, según los encuestados, el porcentaje que afirmó estar empezando proyectos de construcción en estrato bajo y medio es de 30% y 28%, reduciéndose 1 y 12 puntos porcentuales con respecto al trimestre anterior.

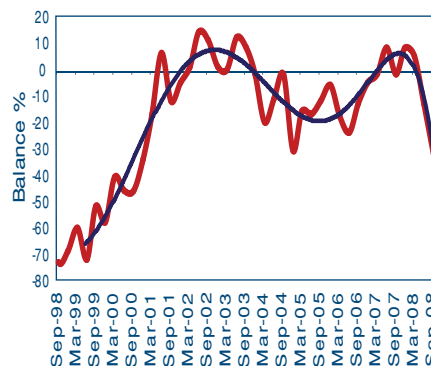
En el módulo de construcción también se puede ver la evolución de los factores que más afectan la construcción y demanda de vivienda. En el tercer trimestre del año los factores que más variación tuvieron fueron: el indicador de suministro de materiales, que aumentó 12 puntos porcentuales con respecto al trimestre pasado, ubicándose en un balance neto de 8%, la disponibilidad de mano de obra, que pasó de -8% en el segundo trimestre a 5% en el último trimestre, y la demanda de vivienda, que pasó de 3% a -12% y que dejó de ser determinante para la actividad edificadora. En cuanto a los factores que afectan las ventas de vivienda, los indicadores se mantuvieron estables. El precio de venta y el mercado del usado fueron los únicos con variaciones de 2 y -1 puntos con respecto al mes anterior. De los cuatro factores que afectan las ventas, el pago de la deuda es el único que se ubica en terreno negativo, con un valor de -15 puntos.

Continúa cayendo la confianza comercial

En el mes de septiembre, el Índice de Confianza Comercial ICCO continuó con comportamiento negativo. Dos de los componentes del ICCO (la percepción sobre la situación económica actual y las expectativas para los próximos seis meses) muestran una disminución en su balance neto de -1 y -10 puntos respectivamente, mientras que el tercer componente, que corresponde a los niveles de existencias, empeoró al pasar de 16 a 23 puntos en septiembre.

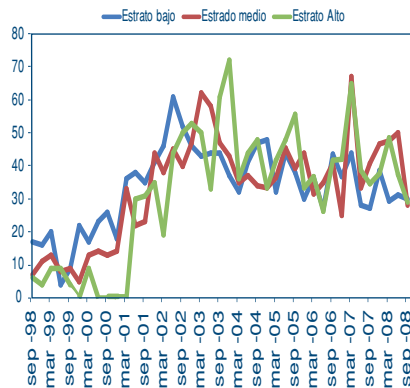
En general, el ICCO tuvo un balance neto positivo de 1%, 6 puntos menos que el mes anterior y 22 puntos menos que septiembre del 2007. Este balance muestra que la proporción de comerciantes que ve como positiva la situación del comercio en el país, es similar a la que la ve como negativa, resultado que no se registraba desde 2001.

Gráfico 4
BALANCE DEL RITMO DE VENTA DE VIVIENDA TRIMESTRAL CON RESPECTO AL MISMO PERIODO DEL AÑO PASADO



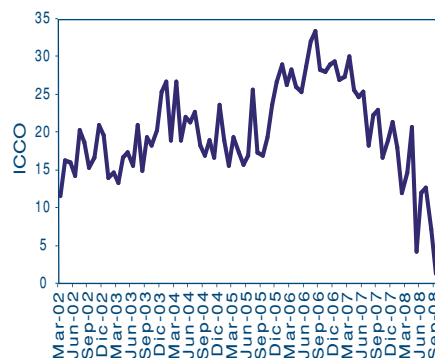
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) - Fedesarrollo.

Gráfico 5
PORCENTAJE DE CONSTRUCTORES QUE INICIAN PROYECTOS DE VIVIENDA DURANTE ESTE TRIMESTRE



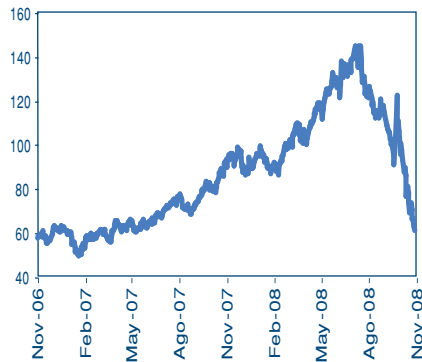
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) - Fedesarrollo.

Gráfico 6
ÍNDICE DE CONFIANZA COMERCIAL (ICCO)



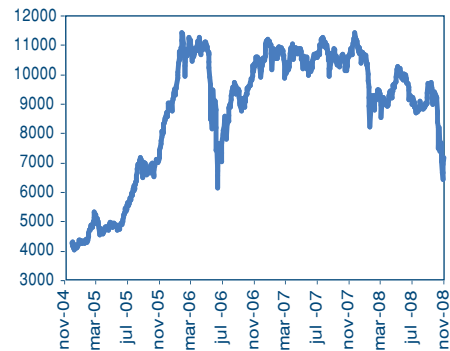
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) - Fedesarrollo.

Indicador 1
PRECIO DEL PETROLEO WTI



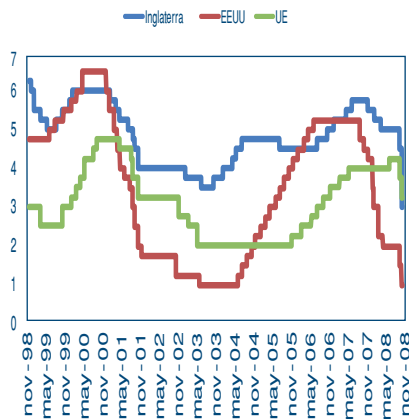
Fuente EIA

Indicador 2
IGBC



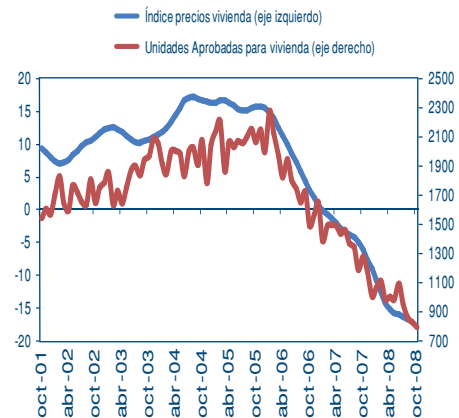
Fuente: Bloomberg

Indicador 3
TASA DE INTERVENCIÓN BANCO CENTRAL



Fuente : Bloomberg

Indicador 4
MERCADO DE LA VIVIENDA EN EEUU



Fuente: St Louis Fed

PROYECCIONES PIB COLOMBIA
(Crecimiento real anual, %)

Institución	Proyección PIB (%)	
	2008	2009
Fedesarrollo	3,9	2,9
Consensus (promedio)	3,8	3,3
Más alto	4,6	5,0
Más bajo	3,2	2,0
Desviación estándar	0,6	0,6

Fuente: Latin American Consensus Forecast