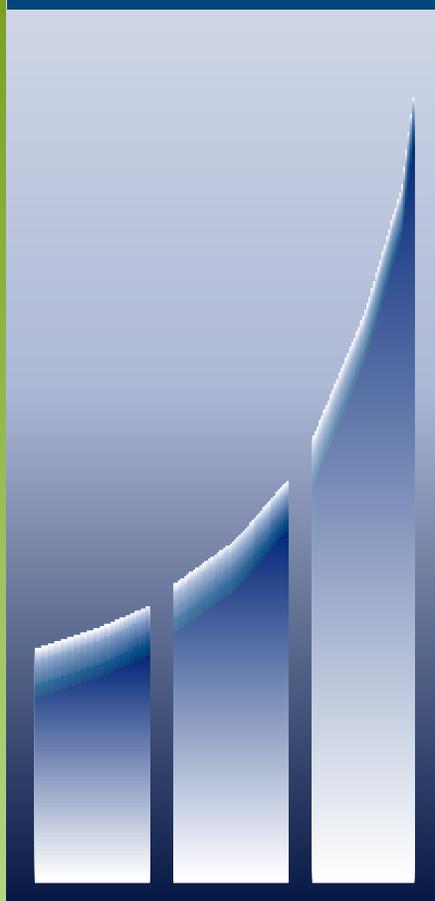


# TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

70

Febrero de 2008



## FEDESARROLLO

**Director Ejecutivo**  
Mauricio Cárdenas S.

**Subdirector**  
Mauricio Santa María S.

## TENDENCIA ECONÓMICA

**Directora**  
Camila Salamanca N.

**Investigadores asistentes**  
Óscar Becerra C.  
Anwar Rodríguez Ch.

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

Editorial: Reflexiones sobre la reciente decisión de política monetaria

Actualidad: El nuevo entorno internacional y sus efectos sobre la economía colombiana

Encuesta de Opinión Financiera

Encuesta de Opinión del Consumidor

Encuesta de Opinión Empresarial

Indicadores Económicos

**Reflexiones sobre la reciente decisión de política monetaria**

En la pasada reunión del 22 de febrero, el Banco de la República decidió aumentar la tasa de interés de referencia en 25 puntos básicos para ubicarla en 9,75%. La Junta argumentó que: i) el resultado de inflación de enero (1,06%) superó los pronósticos del Banco y las expectativas del mercado; ii) se perciben riesgos de inflación futura; iii) si bien la demanda agregada ha moderado su ritmo de crecimiento, su comportamiento es aún bastante dinámico, tal y como lo muestra, por ejemplo, el comportamiento de las importaciones; y iv) pese a la evidencia de una desaceleración en los Estados Unidos y Europa, aún no se observan señales de contagio en la economía colombiana.

Si bien es cierto que en la edición pasada de *Tendencia* se insistió sobre la necesidad de que el Banco de la República oriente su política monetaria a encaminar la inflación hacia las metas de mediano plazo, Fedesarrollo considera que la decisión de política del viernes no consultó plenamente la información económica disponible, tanto la relacionada con la economía colombiana, como con la internacional. No hay duda de que la economía colombiana, aunque continúa creciendo saludablemente, comienza a mostrar signos de desaceleración. Tampoco se puede controvertir el hecho de que el panorama internacional es más incierto que hace unos meses (por ejemplo, la recesión en Estados Unidos ya parece ser un hecho).

En ese sentido, la opinión de Fedesarrollo es que la decisión del Banco de la República fue arriesgada. La información disponible no ofrecía los elementos para justificarla plenamente. De hecho, contrariamente a lo que opina la Junta Directiva del Banco, Fedesarrollo considera que la economía ya entró en una senda de desaceleración que, en algunos sectores, puede llegar a ser excesiva.

En el frente interno los indicadores de la actividad en la industria y la construcción comienzan a mostrar un quiebre de tendencia evidente. Durante el mes de noviembre de 2007 el índice de la producción industrial real registró una variación anual de 7,7%, frente a una variación de 17,4% registrada en noviembre de 2006. Esta cifra es consistente con la confianza industrial, medida a través de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, que también ha disminuido. Los datos preliminares a enero de 2008 sugieren que el Índice de Confianza Industrial (ICI) se ubicó en 5, frente a un valor de 16 en enero de 2007.

Por el lado de la construcción, el PIB de edificaciones cayó 8,4% durante el tercer trimestre de 2007 y el área aprobada según licencias de construcción registró un decrecimiento de 33% en noviembre de 2007 (frente al mismo mes en 2006).

**PATROCINADOR:**
**DAVIVIENDA**

Además, según los datos de la Guía Inmobiliaria, en enero de este año las ventas de vivienda no crecieron con respecto a diciembre de 2007.

Si bien puede parecer contradictorio que la confianza de los consumidores esté en niveles históricamente altos (se ubicó en 31,3 en enero de 2008, frente a un promedio de 30,1 durante el 2007), la realidad es que este indicador refleja, ante todo, las condiciones del mercado laboral, que son favorables. La gran inercia en los niveles de confianza de los hogares refleja la lentitud en su respuesta ante cambios en el entorno económico, sobre todo en la parte alta o creciente del ciclo.

Por otra parte, el comportamiento de las carteras (comercial y de consumo) muestra que las medidas contraccionistas tomadas por el Emisor desde mayo de 2007 ya han comenzado a tener efecto. La evolución de la cartera de créditos da muestras de una desaceleración importante, en especial en el segmento de consumo, que registró una variación anual de 25,3% en diciembre de 2007, frente a una variación de 43% en diciembre del año anterior. El crédito total, por su parte, registró un crecimiento moderado en diciembre (18,2% real) frente a las cifras de noviembre.

En materia inflacionaria, aunque los precios de los bienes no transables han reflejado las presiones de demanda existentes en la economía, su incremento reciente también es atribuible a factores de oferta. Más importante aún es que la inflación de alimentos no se ha traducido en mayores expectativas de inflación. De hecho, según la encuesta de Opinión Financiera realizada por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia, un 30% (correspondiente al balance de respuestas afirmativas menos negativas) de los administradores de portafolio cree que la inflación va a bajar. Además, es posible que en un futuro la revaluación reciente contribuya al abaratamiento de los bienes transables.

En materia cambiaria el Banco debe tener en cuenta que, bajo el escenario actual, el incremento adicional en la tasa de interés amplía el diferencial de rentabilidades entre Colombia y Estados Unidos (9,75% frente a 3%), lo que le impone presiones adicionales a la apreciación de la moneda. Aunque las entradas netas de flujos de capitales extranjeros (que en diciembre de 2007 representaron cerca de US\$520 millones) muestran la confianza internacional que existe en la economía, también ponen de presente las tensiones y dilemas de la política monetaria en una economía pequeña y abierta. Una política de altas tasas de

interés puede dar origen a mayores entradas de capitales que elevan los precios de los bienes no comercializables, lo cual a su vez, requiere nuevos incrementos en las tasas para cumplir con las metas de inflación. No es la primera vez que la política monetaria se ha visto sometida a este tipo de efectos perversos, que reducen el margen de maniobra y las opciones de política de las autoridades.

En el frente externo, el entorno es mucho más incierto, en especial, por cuenta de la posible recesión en Estados Unidos. De hecho, los pronósticos de crecimiento de Estados Unidos para 2008 se ubican alrededor de 1% (frente a 2% hace pocos meses). Entre marzo y diciembre de 2007 el desempleo aumentó 0,6 puntos, mientras que la confianza del consumidor se encuentra en su nivel más bajo de la última década. Además, es evidente la presencia de una contracción generalizada de la producción manufacturera. Si bien todavía no es claro si la reducción de la demanda externa es significativa, no debe desconocerse que un menor crecimiento de Estados Unidos tendrá incidencias sobre el dinamismo de nuestros flujos comerciales. De hecho, como se explica en la sección de *Actualidad*, las ventas de productos industriales a Estados Unidos disminuyeron cerca de 12% entre enero y noviembre de 2007.

En este sentido, lo más prudente en la coyuntura actual habría sido mantener la postura de política monetaria, a la espera de que los mercados internacionales encuentren su nuevo equilibrio y a la espera, también, de que haya más claridad sobre la evolución de la economía interna. Fedesarrollo considera que la economía seguirá su senda de desaceleración y los mercados externos se debilitarán considerablemente, con lo cual no es improbable que en el futuro cercano el Banco de la República deba iniciar una etapa de reducción de las tasas de interés. Por supuesto, a la economía no le hacen bien los virajes bruscos en materia de política monetaria.

Sólo en caso de persistir las presiones inflacionarias serían justificables nuevos incrementos en las tasas. Sin embargo, es importante recordar el rezago con que opera la política monetaria. El incremento en la tasa de interés del pasado viernes sólo tendrá efecto en seis o doce meses (tal como sucedió con la política restrictiva iniciada en mayo de 2007). Para esta fecha es probable que la tendencia de la economía hacia la desaceleración se haya consolidado y no se requiera de un enfriamiento adicional, sino todo lo contrario.

### El nuevo entorno internacional y sus efectos sobre la economía colombiana

Durante los últimos dos años, el desempeño de la economía colombiana se ha visto beneficiado por unas favorables condiciones externas e internas que contribuyeron a que la tasa de crecimiento del PIB llegará a niveles históricamente altos (superiores a 7,0%). Sin embargo, y como se esperaba desde hace algún tiempo, las condiciones externas han comenzado a cambiar, debido principalmente a la crisis económica y financiera provocada por el fuerte deterioro del mercado hipotecario estadounidense. En la mayoría de los países, los pronósticos de crecimiento para los próximos dos años se han reducido, y en el caso de Estados Unidos existe la posibilidad de que este episodio llegue a ser una recesión. De acuerdo con diferentes analistas, entre estos la Reserva Federal y el FMI, la variación anual del PIB norteamericano oscilará alrededor de 0,8% y 2,0% al finalizar el año.

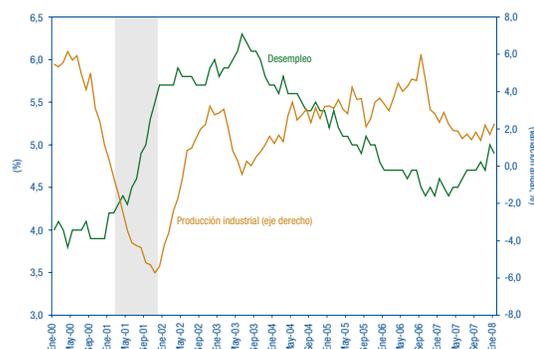
Así las cosas, en la medida en que las expectativas de menor crecimiento de la economía estadounidense se conviertan en una realidad, estas podrían afectar a Colombia en el corto y mediano plazo. En esta edición de *Tendencia*, se discuten cuáles son algunos de los posibles canales a través de los cuales una recesión en Estados Unidos influiría en el desempeño de la producción nacional y bajo estas consideraciones, cuál es el impacto esperado sobre la economía colombiana.

### El panorama económico de 2008

Desde mediados de 2007 la evolución de la economía estadounidense se ha convertido en el centro de atención de los analistas internacionales. En efecto, la economía norteamericana, cuya producción representa cerca de una cuarta parte del PIB mundial, empieza a mostrar señales de desaceleración. De hecho, diferentes indicadores de actividad económica así lo confirman. Por ejemplo, dos de las series tenidas en cuenta para la definición de un período de recesión por parte del *National Bureau of Economic Research* (NBER)<sup>1</sup>, la tasa de desempleo y el índice de producción industrial, han venido exhibiendo un fuerte deterioro desde comienzos de 2007. Entre enero de 2007 y enero de 2008, la tasa de desempleo en Estados Unidos aumentó 0,5 puntos porcentuales al pasar de 4,4% a 4,9% y la tasa de crecimiento del índice de producción industrial se desaceleró al situarse en 2% desde mediados de 2007. Sin embargo, vale la pena anotar que si bien estos dos indicadores han sufrido variaciones consistentes

con una desaceleración económica, todavía no se comparan con el último período considerado como recesión (marzo a noviembre de 2001), cuando la tasa de desempleo alcanzó en noviembre 5,7% y la variación anual del índice de producción industrial alcanzó -5,73% en este mismo mes (Gráfico 1).

**Gráfico 1**  
VARIACIÓN ANUAL DEL ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL Y TASA DE DESEMPLEO EN ESTADOS UNIDOS



Nota: el área sombreada representa el último período de recesión definido por el NBER.  
Fuente: Reserva Federal.

De igual forma, los niveles de confianza de los consumidores se han reducido significativamente. Entre enero y diciembre de 2007 el índice de confianza del consumidor reportado por la Universidad de Michigan mostró un retroceso de 21,4 puntos al pasar de 96,9 a 75,5 en este período.

Es importante mencionar que si bien la evolución de la economía estadounidense marcará en buena medida la pauta de la evolución de la producción mundial, un segundo factor que cobra gran importancia será el comportamiento de las dos economías emergentes más importantes: China e India. Al respecto, existen dos puntos de vista. El primero, en el que se destacan reconocidos analistas como *Global Insight*, señala que la dinámica de estas economías logrará superar la desaceleración estadounidense. El segundo, expuesto por un grupo de analistas menos optimistas como *The Economist Intelligence Unit*, estima que si bien estos países mostrarán tasas de crecimiento satisfactorias, su producción no podrá continuar con el ritmo observado en los últimos años, lo cual tendrá fuertes repercusiones sobre el crecimiento mundial.

### ¿Cuáles son los mecanismos a través de los que la recesión en Estados Unidos puede afectar a la economía?

Si bien existe consenso con respecto a la desaceleración de la economía estadounidense, sus repercusiones sobre la economía colombiana todavía son inciertas. En general, la mayoría de analistas espera que la senda de crecimiento de la producción

<sup>1</sup> De acuerdo con la definición del NBER, una recesión se define como una "reducción significativa en la actividad económica a lo largo de la economía, con una duración superior a unos pocos meses". Esta reducción es visible en un conjunto de variables como el PIB real, el ingreso real, el empleo, la producción industrial y las ventas al por menor.

nacional muestre una reducción en los próximos años, aunque la magnitud de dicha disminución oscila en un amplio rango de valores. De acuerdo con el *Latin American Consensus Forecast*, donde se reúnen las proyecciones de 15 analistas, el crecimiento económico colombiano oscilará, en promedio, alrededor de 5,4% en 2008. Si bien esta cifra resulta inferior al crecimiento de los dos últimos años (aproximadamente 6,8%) continúa siendo una tasa altamente positiva, ya que se encuentra por encima del crecimiento promedio de la economía del período 1980-2003, que apenas alcanzó 3,0%.

Aunque existen factores internos que contribuyen a la desaceleración de la actividad económica nacional (como por ejemplo la política contraccionista llevada a cabo por el Banco de la República y el consecuente efecto negativo de los aumentos de la tasa de interés de intervención sobre los niveles de crédito), el sector externo también está desempeñando un papel fundamental en este proceso. Son varios los canales a partir de los cuales la recesión de la economía norteamericana puede afectar la economía colombiana, entre los cuales se destacan tres: el canal comercial, el canal financiero y el canal de remesas de los trabajadores.

En el canal comercial se encuentran los efectos directos e indirectos que tiene la desaceleración de uno de nuestros principales socios comerciales sobre la demanda por exportaciones colombianas, especialmente la de productos no tradicionales. De acuerdo con el Ministerio de Comercio, entre enero y noviembre de 2007, las exportaciones a Estados Unidos han acumulado una variación anual de 4,0%, aumento que se encuentra explicado principalmente por un incremento en las ventas de algunos bienes tradicionales como café, con una variación de 15,63% en este mismo periodo, petróleo (13,1%), carbón (8,53%) y flores (13,9%), entre otras. Por su parte, las ventas a Estados Unidos de productos industriales disminuyeron en 11,8%, en especial las exportaciones de azúcar, las cuales se redujeron en cerca del 90% (USD 41.000 millones), los productos del café (-24,3%), las confecciones (-24,8%) y todas las líneas de industria básica (-9,7%).

El comportamiento de las exportaciones ha contribuido negativamente a la evolución de la industria. En efecto, en noviembre de 2007 la producción industrial exhibió una variación anual de 7,4%, es decir 9,7 puntos porcentuales menos que la tasa observada para el mismo mes de 2006. Entre los sectores que mostraron las mayores disminuciones se encuentran las actividades relacionadas con el sector automotor y los equipos de transporte, los derivados de la minería (minerales metálicos, no metálicos, piedras preciosas y minerales no ferrosos), textiles y confecciones, bebidas y productos derivados de los ingenios y las refinerías de azúcar y trapiches. En conjunto, en noviembre de 2006 estos sectores contribuyeron con cerca de 12,7% de la variación total del índice de producción industrial, mientras que para 2007 su contribución alcanzó únicamente 2,6%. De esta manera, existen ciertas coincidencias entre los resultados observados en la industria y la disminución de exportaciones a Estados Unidos, lo que sugiere, al menos en una primera etapa, que este canal ya ha comenzado a tener una influencia directa sobre la economía.

**Cuadro 1**  
VARIACIÓN ACUMULADA DE LAS EXPORTACIONES INDUSTRIALES  
HACIA ESTADOS UNIDOS (enero-noviembre de 2007)

Sector	Variación
Exportaciones totales	4,0
Exportaciones industriales	-11,8
Agroindustriales	-20,4
Azúcar	-89,1
Productos del café	-24,3
Demás agroindustriales	15,7
Franjas	26,0
Industria liviana	-14,2
Confecciones	-24,8
Textiles	10,2
Editoriales	58,2
Calzado	-56,2
Manufacturas de cuero	8,2
Productos de plástico	0,9
Jabones, cosméticos, otros químicos	-8,1
Demás ind. liviana	-9,8
Industria básica	-9,7
Metalúrgica	-11,0
Química básica	-6,9
Papel	-11,8
Maquinaria y equipo	0,9
Industria Automotriz	2,0

Fuente: Ministerio de Comercio, Industria y Turismo.

Si bien el comportamiento de la industria evidencia de manera directa el efecto negativo que ha tenido la reducción de la demanda por exportaciones colombianas, los demás sectores que han tenido un impacto importante sobre el crecimiento económico también han registrado una disminución en la tasa de crecimiento. De hecho, de acuerdo con los indicadores de actividad reportados por el Dane, desde mediados de 2007 el comercio y la construcción han mostrado una notable desaceleración (Gráfico 2).

**Gráfico 2**  
VARIACIÓN EN LOS ÚLTIMOS DOCE MESES DE LOS ÍNDICES DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL REAL, EL ÁREA APROBADA PARA LA CONSTRUCCIÓN Y EL ÍNDICE DE VENTAS AL POR MENOR



Fuente: DANE.

Otro aspecto importante del canal comercial se encuentra relacionado con la evolución de los precios de los productos básicos. En los últimos años, la expansión de la economía mundial ha generado un incremento importante de la demanda y los precios de este tipo de bienes. Como se comentó, es posible que una disminución de la producción estadounidense tenga un efecto negativo sobre la evolución de las economías de China e India, dos países que en la actualidad son determinantes de la demanda internacional de productos básicos. Si no se presentan choques negativos sobre la oferta de productos básicos, este resultado disminuiría las presiones sobre los precios de estos bienes. Esto también tendría repercusiones para Colombia, ya que reduciría los ingresos por exportaciones tradicionales, que representaron alrededor de 46,7% de los ingresos por ventas al exterior entre enero y septiembre de 2007.

El segundo mecanismo a través del cual se puede ver afectada la economía es el canal financiero. El nerviosismo en los mercados financieros, asociado a la posibilidad de una recesión en Estados Unidos, genera salidas de capitales de las economías emergentes hacia activos más seguros, por ejemplo, títulos del tesoro estadounidense o bonos de empresas con una alta calificación crediticia. Después de tres años de disminución constante, los spreads de deuda de los países emergentes comienzan a mostrar una tendencia positiva moderada. En el caso de Colombia, el índice EMBI muestra un incremento cercano a 100 puntos básicos entre octubre de 2007 y febrero de 2008. Adicionalmente, otros indicadores del grado de aversión al riesgo, por ejemplo el índice VIX, han mostrado notables aumentos en los últimos meses. Si esta relación se mantiene, se vería afectada negativamente la llegada de flujos de capitales a Colombia, lo que conduciría a una reducción de la cantidad de recursos disponibles para financiar hogares e inversionistas. Esto afectaría uno de los principales determinantes del crecimiento económico actual: la demanda interna. Este resultado se torna inquietante si se tiene en cuenta que en los últimos dos años buena parte de la expansión de la demanda agregada ha sido atendida por importaciones, lo que ha tenido como resultado una profundización del déficit en cuenta corriente. Si bien este déficit se ha financiado con una constante llegada de inversión extranjera directa, una disminución fuerte de los flujos de capitales que llegan al país tendría consecuencias no sólo sobre el consumo y la inversión, sino también sobre la tasa de cambio y el nivel de precios.

Un tercer canal se encuentra asociado a la evolución de las remesas enviadas por los trabajadores nacionales residentes en Estados Unidos hacia Colombia. Durante los primeros nueve meses de 2007 las remesas totales de los trabajadores representaron USD3.210 millones, es decir, USD363 millones más que los reportados para el mismo período de 2006, esta cifra representa 65% de los ingresos por exportaciones de petróleo y 10,8% de los ingresos registrados en la cuenta corriente durante este período. Aunque todavía es temprano para determinar el impacto de la crisis sobre las remesas de Colombia, hasta el momento, este no ha sido notorio. Esto puede deberse a que

Colombia es menos vulnerable a los flujos que remiten los trabajadores de Estados Unidos que otros países como México. En efecto, a pesar de que en términos absolutos México y Colombia muestran el mayor volumen de remesas de América Latina, el número de inmigrantes mexicanos representa un porcentaje mayor de la población (11 millones equivalentes a 10,6% vs. 2,5 millones equivalentes a 5,9% respectivamente). Además los inmigrantes mexicanos tienen un menor nivel de escolaridad y un ingreso más bajo, razón por la cual la crisis hipotecaria podría afectarlos más fuertemente.

### **Escenarios de corto y mediano plazo**

A partir de las consideraciones anteriores, Fedesarrollo preparó tres posibles escenarios de crecimiento económico. En estos escenarios se tuvo en cuenta la interacción entre los tres canales con las posibles respuestas de política por parte del Banco de la República, en especial, frente a las fuertes presiones inflacionarias observadas en enero de 2008. El primer escenario es uno de auge moderado, en el cual, pese a la desaceleración de Estados Unidos, la economía internacional continuaría con un ritmo de crecimiento sostenido y en consecuencia, la economía nacional no se vería afectada significativamente. Además, se supone que las relaciones comerciales con Venezuela se mantendrían estables. Ante este escenario, las presiones de demanda continuarían, y, en consecuencia, el Banco de la República aumentaría sus tasas de interés. Así, se estima que el crecimiento económico de 2008 se ubicaría alrededor de 5,7%.

En el segundo escenario se supone una situación de crisis externa manejable. En este, la presencia de condiciones externas desfavorables, recesión en Estados Unidos y relaciones comerciales menos activas con Venezuela, contribuyen a un debilitamiento del ritmo de la demanda agregada en el país. Ante menores presiones de demanda, el Banco de la República lograría cumplir la meta de inflación (probablemente sobre su límite superior de 4,5%), razón por la cual podría responder con disminuciones en la tasa de interés, con el fin de amortiguar la desaceleración de la economía y en consecuencia, el crecimiento económico se situaría alrededor de 4,9%.

Un tercer escenario, menos probable, es uno en el cual tanto el panorama externo se mantiene difícil (recesión en Estados Unidos y relaciones comerciales con Venezuela disminuidas), y debido a factores de oferta, las presiones inflacionarias no se reducen, lo que obliga al Banco Central a aumentar su tasa de interés de intervención. En consecuencia, y teniendo en cuenta que las medidas de política monetaria actúan con algún rezago, se estima que la variación anual del PIB estaría alrededor de 4,5% al finalizar 2008. Si bien estos resultados muestran un panorama menos optimista para la economía colombiana en los próximos años, cabe destacar que incluso en escenarios adversos, la economía nacional muestra señales de que, a pesar de que habrá una desaceleración, ésta continuará con un crecimiento sólido, superior al desempeño exhibido en las dos décadas anteriores.

### Factores externos: principal preocupación de los inversionistas

Dadas las malas noticias en el mercado financiero internacional la proporción de administradores que ven en este hecho la principal fuente de preocupación a la hora de invertir aumentó. En efecto, 62% de los administradores encuestados manifestó estar preocupado por las condiciones externas. Esta cifra se ubica 2 puntos por debajo del máximo histórico alcanzado en el mes de mayo del 2006 (64%). Aunque la percepción de riesgo proveniente de la política monetaria ha cedido, durante el mes de enero de 2008, éste sigue siendo el segundo factor de preocupación para los inversionistas, más si se tiene en cuenta que en enero la variación mensual del IPC registró un valor de 1,06 puntos (un cuarto de la meta fijada para el año). Adicionalmente, con la recesión en Estados Unidos como un acontecimiento casi seguro, en enero aumentó la cantidad de administradores que empiezan a percibir que el crecimiento económico es un factor de riesgo para la inversión. Así, durante este mes el 14% de los administradores manifestó preocupación al respecto. Esta cifra es casi 2 veces superior a la registrada durante el mes de diciembre de 2007, cuando 8% de los encuestados percibía riesgo en la dinámica de crecimiento económico (Gráfico 1).

### Mercado accionario colombiano ante el panorama internacional

Las decisiones de la FED de bajar la tasa de interés de referencia en 125 puntos durante enero sacudieron los mercados financieros internacionales en la medida en que refuerzan las expectativas de recesión de esta economía. Adicionalmente, las extraordinarias pérdidas registradas por los grandes bancos internacionales debido a su exposición al mercado *subprime* generaron contracciones en las principales bolsas del mundo. Los mercados emergentes fueron los más afectados, entre ellos el colombiano. En esta medida, en enero, el 75% neto de los encuestados considera que el mercado está subvalorado, lo cual se presenta como un momento idóneo para aquellos administradores que están buscando aumentar sus posiciones en acciones colombianas. En efecto, el 43% de los encuestados respondió que su posición de acciones aumentará el próximo mes, 51% afirmó que se mantendrá constante y solamente el 5% restante expresó que disminuirá. Así, el balance a esta pregunta se ubica en 38%, valor que se encuentra 15 puntos porcentuales por encima del registro del mes de diciembre de 2007 (23%) (Gráfico 2).

### El Índice de Confianza del Mercado (ICM) se modera

El Índice de Confianza del Mercado (ICM) mostró una reducción en enero. El ICM registró un incremento de 0,2 puntos con respecto al registro del mes inmediatamente anterior al ubicarse 0,4 desviaciones estándar por debajo del promedio. Esta moderación del ICM se debe principalmente a que en enero son cada vez menos los administradores que esperan disminuciones en la inflación (-38% neto en comparación con el -79% de diciembre) y simultáneamente cada vez más los que esperan una desaceleración del crecimiento de la economía (-76% neto contra el -59% neto en el mes de diciembre) (Cuadro 1).

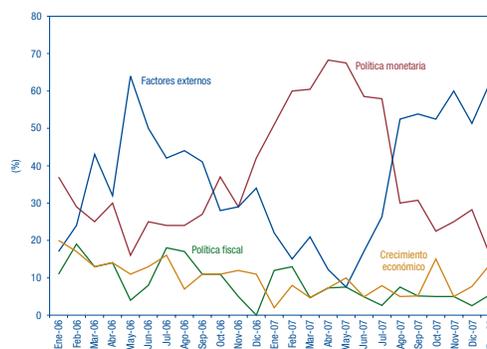
**Cuadro 1**  
EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS PARA LOS PRÓXIMOS SEIS MESES (% NETO)

	Diciembre 2007	Enero 2008	Cambio (puntos)
Tasa de interés Banco de la República	12	-16	-28
Inflación	-49	-38	11
Tasa de cambio	33	16	-17
Spread	26	8	-18
Crecimiento económico	-59	-76	-17

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

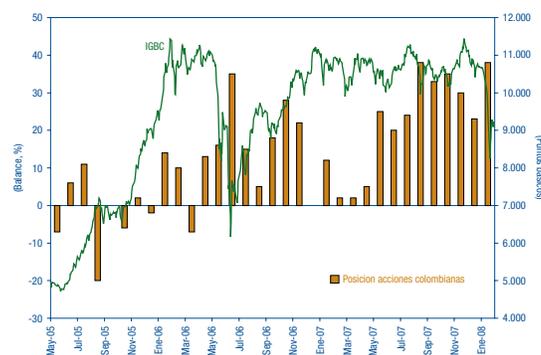
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC - Fedesarrollo.

**Gráfico 1**  
PRINCIPALES RIESGOS A LA HORA DE INVERTIR



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo.

**Gráfico 2**  
IGBC Y POSICIÓN DE ACCIONES COLOMBIANAS



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo.

### La confianza continúa en niveles satisfactorios durante el primer mes de 2008

En enero de 2008, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC), construido a partir de la Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo, registró 31,3 puntos. Esta cifra se ubica 0,6 puntos por debajo del dato de enero de 2007 y 2,8 puntos por debajo de la cifra de diciembre de 2007 (Cuadro 1). Sin embargo, a pesar de este leve retroceso, la confianza de los consumidores continúa elevada y en niveles satisfactorios, más si se tiene en cuenta el panorama de inestabilidad económica internacional.

Al analizar los componentes del ICC durante el primer mes de 2008 el componente de las expectativas de los hogares se mantiene alto. De hecho, este componente fue el único que registró un comportamiento positivo en la variación mes a mes (el 52% neto de los hogares espera una mejor situación económica durante el próximo año, mientras que en diciembre de 2007 el 46% así lo expresaba). Para el resto de los componentes del índice, se observaron retrocesos con respecto a los registros de diciembre de 2007. En primer lugar, 17% neto de los hogares afirmó tener una percepción positiva de la situación actual de su hogar, esta cifra está 12 puntos por debajo del balance inmediatamente anterior. Las expectativas sobre la situación actual y el futuro económico del país también registraron leves retrocesos. De hecho, el 30% neto de los hogares consideró que el clima económico va a ser bueno durante los próximos doce meses (2 puntos por debajo del balance anterior) y el 17% neto manifestó esperar un mejor desempeño económico del país durante los próximos doce meses (en comparación con 22% que así lo manifestaba un mes atrás). Finalmente, el componente que recoge la disposición para la compra de bienes durables (muebles, electrodomésticos, etc.) también registró una leve disminución, aunque sigue ubicándose en niveles altos. El 41% neto de los hogares consideró que es un buen momento para comprar este tipo de bienes mientras que en diciembre de 2007 el 42% así lo consideraba (Gráfico 1).

La leve disminución en el nivel de confianza de los consumidores se vio acompañada por una mayor disminución del Índice de Condiciones Económicas (ICE) y un leve retroceso del Índice de Expectativas del Consumidor (IEC). El ICE se ubicó cerca de 29 puntos, lo que significa una disminución de 6,5 puntos frente al mes anterior y de 2,2 puntos con respecto al registro de enero de 2007. Por su parte el IEC registró un retroceso de 0,3 puntos con respecto al mes anterior al ubicarse cerca de 33 puntos. A pesar del leve retroceso, el IEC mantiene un comportamiento positivo puesto que registró un incremento de 0,5 puntos con respecto al mes de enero de 2007 (Gráfico 2).

### Bogotá registra el mayor nivel de confianza

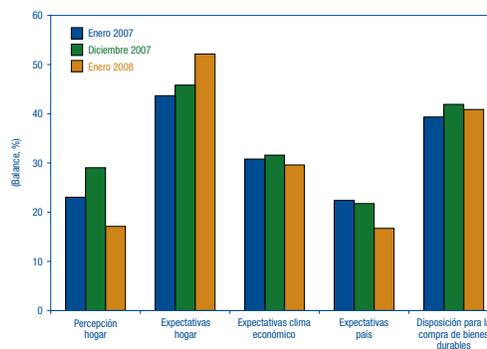
Los resultados más recientes de la EOC muestran que Bogotá presenta el mayor nivel de confianza con un ICC de 32,8. En segundo lugar

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

	Enero 2007	Diciembre 2007	Enero 2008	Cambio mensual	Cambio anual
ICC	31,9	34,0	31,3	-2,8	-0,6
IEC	32,3	33,1	32,8	-0,3	0,5
ICE	31,2	35,5	29,0	-6,5	-2,2

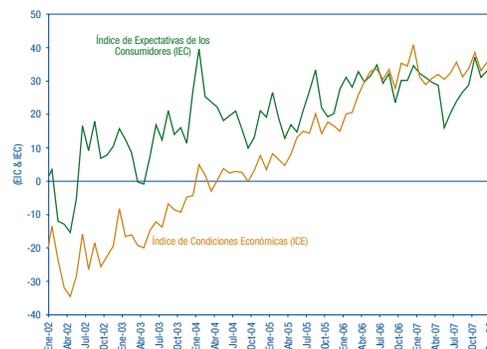
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo.

**Gráfico 1**  
COMPONENTES DEL ICC



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

**Gráfico 2**  
ÍNDICE DE EXPECTATIVAS DEL CONSUMIDOR Y  
CONDICIONES ECONÓMICAS



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

se ubica Cali con un ICC de 30,8, seguida por Barranquilla (29,5) y finalmente por Medellín (29,2) (Gráfico 3). Además, Bogotá fue la única ciudad que tuvo un comportamiento positivo en el nivel de confianza al registrar un incremento de 0,2 puntos, mientras que Barranquilla, Medellín y Cali registraron disminuciones en el nivel de confianza de 8,5, 6,6 y 3,1 puntos respectivamente. Sin embargo, al comparar el registro de enero de 2008 con el del mismo mes del año anterior los resultados son diferentes. En Cali y Medellín se registró un incremento en el nivel de confianza (3,9 y 2,8 puntos respectivamente) mientras que en Barranquilla y Bogotá este retrocedió (7,1 y 1,8 puntos respectivamente).

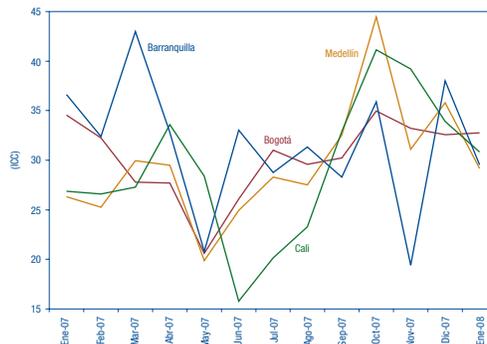
**Aumenta la confianza de los estratos altos**

Al desagregar el comportamiento del ICC por estratos socioeconómicos, los estratos altos presentaron el mayor nivel de confianza, seguidos por los estratos medios y los estratos bajos (Gráfico 4). En efecto, el ICC de los estratos altos alcanzó un valor de 36,3 puntos, lo que significa un incremento de 10,9 puntos con respecto a la observación de diciembre de 2007. Por su parte los estratos medios alcanzaron un ICC de 31,2, es decir, 1,8 puntos por debajo de la cifra correspondiente al mes de diciembre (frente al mismo mes del año anterior este fue 2,4 puntos superior). Finalmente, el nivel de confianza en los estratos bajos mostró una disminución de 5,5 puntos con respecto al valor del mes anterior y de 2,8 puntos con respecto al registro de enero de 2007.

**Los hogares esperan mayores incrementos en la tasa de interés de sus préstamos**

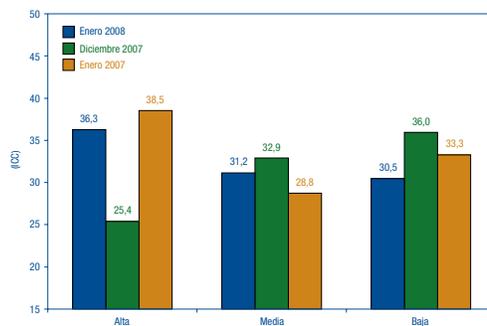
En enero de 2008 una mayor proporción de hogares encuestados manifestó esperar aumentos en la tasa de interés de sus préstamos como resultado de los incrementos de las tasas de intervención que ha llevado a cabo el Banco de la República, tasa a la cual están atados todos los préstamos comerciales y de consumo (Gráfico 5). El 65,1% de los hogares encuestados espera que la tasa de interés aumente, mientras que tan sólo 7,5% espera que disminuya y 27,4% que permanezca inalterada durante el próximo año. Así, el balance a esta pregunta registró un incremento de 4,1 puntos y alcanzó un valor históricamente alto (57,6%). Con este resultado se refuerza la tendencia creciente que ha tenido este balance desde el mes de abril de 2006, momento a partir del cual la junta directiva del Banco de la República empezó a implementar una política monetaria contractiva.

**Gráfico 3  
ICC POR CIUDADES**



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

**Gráfico 4  
ICC POR ESTRATOS**



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

**Gráfico 5  
EXPECTATIVAS TASA DE INTERÉS Y TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA**



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

### La confianza industrial se fortalece en diciembre de 2007

Los últimos resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) muestran un incremento en el nivel de confianza de los empresarios. Después de un retroceso significativo en el Índice de Confianza Industrial (ICI) entre agosto y octubre de 2007 (este perdió 8 puntos), en noviembre y diciembre se registraron incrementos en el índice de confianza. El ICI correspondiente al último mes de 2007 registró un valor de 10 puntos, lo cual muestra un incremento de 2 puntos con respecto al registro del mes inmediatamente anterior y de 5 puntos con respecto al mes de octubre. Sin embargo, este último resultado se encuentra 5 puntos por debajo del registro alcanzado un año atrás (diciembre 2006) (Gráfico 1).

Al observar el comportamiento del ICI por sus componentes (nivel de existencias, nivel de pedidos y expectativas de producción durante el próximo trimestre) es evidente que gran parte de la mejoría en el nivel de confianza de los empresarios se debe al comportamiento positivo de las expectativas de producción (Gráfico 2). Por una parte, el balance de respuestas sobre el nivel de existencias muestra un comportamiento negativo. El 8% de los empresarios manifestó manejar niveles grandes de existencias al final del mes, mientras que 81% indicó manejar niveles normales y 11% niveles bajos. De esta forma, entre noviembre y diciembre de 2007 el balance de respuestas sobre el nivel de existencias aumentó 3 puntos al alcanzar un valor de -3% neto al final del mes. Adicionalmente, el volumen actual de pedidos de las firmas también muestra deterioro. El 17% de los empresarios encuestados durante diciembre manifestó manejar niveles altos de pedidos, mientras que el 22% afirmó manejar niveles bajos. A pesar de que la mayoría de los empresarios (60%) respondió tener un nivel normal de pedidos, el balance a esta pregunta se ubica en -5%, lo que significa una disminución de 10 puntos con respecto al registro del mes inmediatamente anterior. Por último, el componente que captura las expectativas de producción de los empresarios aumentó de manera significativa. Mientras el 43% de los empresarios respondió que espera que la producción aumente durante el próximo trimestre, solamente 11% espera que la producción disminuya y el 46% restante que ésta permanezca inalterada. Así, durante el mes de diciembre, el balance de esta pregunta registró un incremento de 20 puntos con respecto al registro del mes anterior y se ubicó cerca de los 32 puntos.

### Aumenta percepción de contrabando en la industria

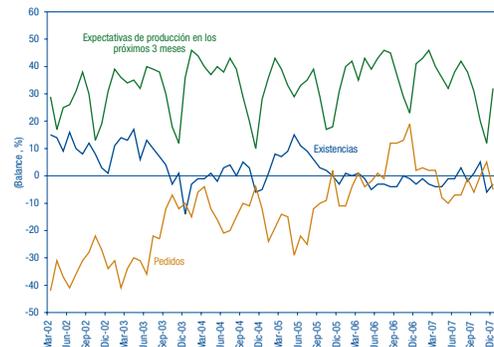
Trimestralmente, la Encuesta de Opinión Empresarial incluye módulos especiales que indagan sobre temas de particular importancia para la industria. En el módulo correspondiente al mes de diciembre de 2007 se recoge la percepción que tienen los empresarios sobre el contrabando, tema clave para la producción industrial. De esta forma, en diciembre se completa el segundo trimestre consecutivo en el cual los empresarios respondieron que perciben un incremento de esta actividad ilegal (Gráfi-

**Gráfico 1**  
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL (ICI)



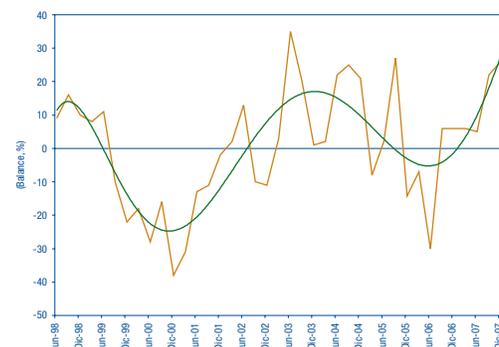
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

**Gráfico 2**  
COMPONENTES DEL ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL (ICI)



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

**Gráfico 3**  
PERCEPCIÓN SOBRE EL CONTRABANDO DURANTE EL ÚLTIMO TRIMESTRE



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

co 3). Al preguntar a los empresarios si en su concepto el contrabando que se presenta en actividades similares a las que realiza su empresa fue mayor, igual o menor durante el último trimestre, el 26% neto de los empresarios afirmó que este ha sido mayor (cifra que se encuentra 4 puntos porcentuales por encima de la registrada el trimestre inmediatamente anterior). En efecto, el 34% de los industriales piensa que el contrabando fue mayor durante el último trimestre del 2007 frente al tercer trimestre, mientras que tan sólo 8% percibe que el contrabando fue menor. Adicionalmente, la mayor parte de los empresarios (58%) percibe que el problema del contrabando se ha mantenido inalterado durante el último trimestre.

**Se mantienen expectativas de empleo en la industria**

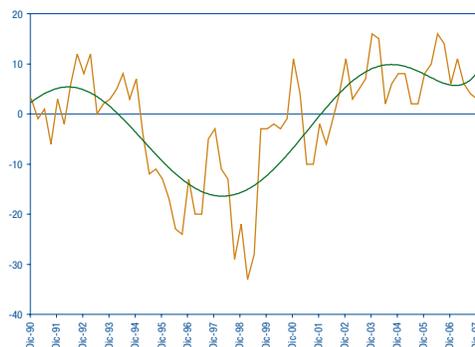
De manera adicional, en el módulo especial del mes de diciembre de 2007 se le preguntó a los empresarios cuáles eran sus expectativas de contratación de empleados durante los próximos tres meses (descontando las fluctuaciones normales a causa de la estacionalidad). El 14% de los empresarios respondió que prevé aumentar el número de trabajadores en sus empresas durante el próximo trimestre, mientras que 74% expresó que mantendrá el mismo número de empleados, y el 11% que disminuirá su nómina. De esta forma, durante el último trimestre de 2007, el balance a esta pregunta se ubicó en 3% neto, un punto porcentual por debajo del registro del trimestre anterior (Gráfico 4).

**La confianza comercial aumenta**

En diciembre de 2007, el Índice de Confianza Comercial (ICCO) aumentó al alcanzar un registro de 21 puntos, así se completa el segundo mes consecutivo de incrementos en la confianza de los comerciantes. Este registro se encuentra 2 puntos por encima del registro del mes de noviembre de 2007, pero 8 puntos por debajo del registro del mes de diciembre del año anterior (Gráfico 5).

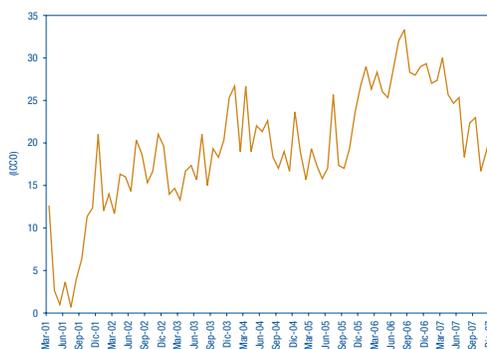
Al analizar el comportamiento de los componentes del ICCO (percepción sobre la situación económica actual, expectativas sobre la situación económica durante el próximo semestre y el nivel actual de existencias) se observa un comportamiento positivo de los componentes que capturan la percepción y expectativas sobre la economía, mientras que el nivel de existencias muestra un retroceso (Gráfico 6). Al observar los balances se tiene que el 55% neto de los comerciantes percibe que la situación actual de la economía es buena (13 puntos por encima del registro de noviembre de 2007), el 31% neto de los encuestados manifestó manejar niveles altos de existencias (lo cual significa un incremento de 10 puntos con respecto al registro del mes inmediatamente anterior) y por último, el 40% neto de los comerciantes manifestó que espera que las condiciones económicas serán favorables en el futuro (4 puntos por encima del registro del mes anterior).

**Gráfico 4**  
EXPECTATIVAS DE CONTRATAR EMPLEADOS DURANTE LOS PRÓXIMOS TRES MESES



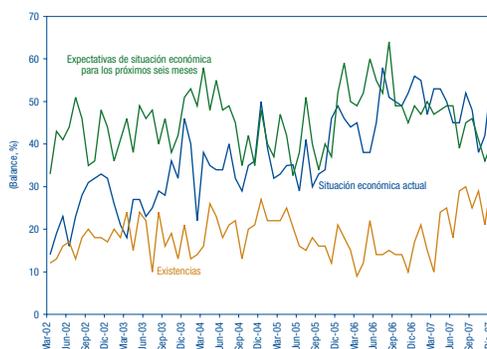
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

**Gráfico 5**  
ÍNDICE DE CONFIANZA COMERCIAL (ICCO)



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

**Gráfico 6**  
ÍNDICE DE CONFIANZA COMERCIAL (ICCO)



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

## CONDICIONES ECONÓMICAS Y SOCIOPOLÍTICAS PARA LA INVERSIÓN



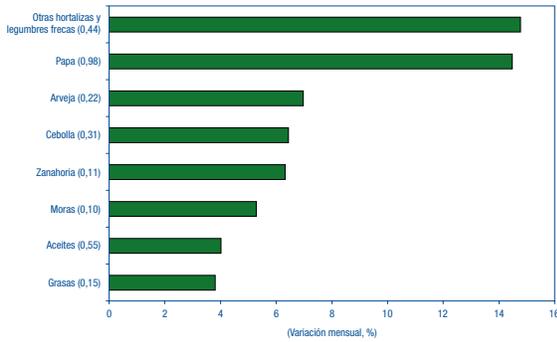
Fuente: DANE. Encuesta de Opinión Empresarial (E.O.E.) de Fedesarrollo.

## CRECIMIENTO REAL DE LA CARTERA TOTAL



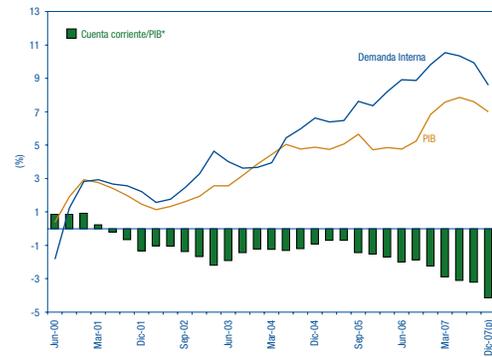
Fuente: Superintendencia Financiera.

## INFLACIÓN DE ALIMENTOS EN ENERO DE 2008 (ponderaciones)



Fuente: DANE.

## EXCESO DE DEMANDA Y CUENTA CORRIENTE



Fuente: DANE. Proyecciones de Fedesarrollo.

## PROYECCIONES PIB COLOMBIA (Crecimiento real anual, %)

Institución	Proyección PIB (%)	
	2008	2009
Fedesarrollo	5,7	5,1
Consensus (promedio)	5,4	5,0
Más alto	6,2	6,0
Más bajo	5,0	4,5
Desviación estándar	0,3	0,4

Fuente: *Latinamerican Consensus Forecast.*