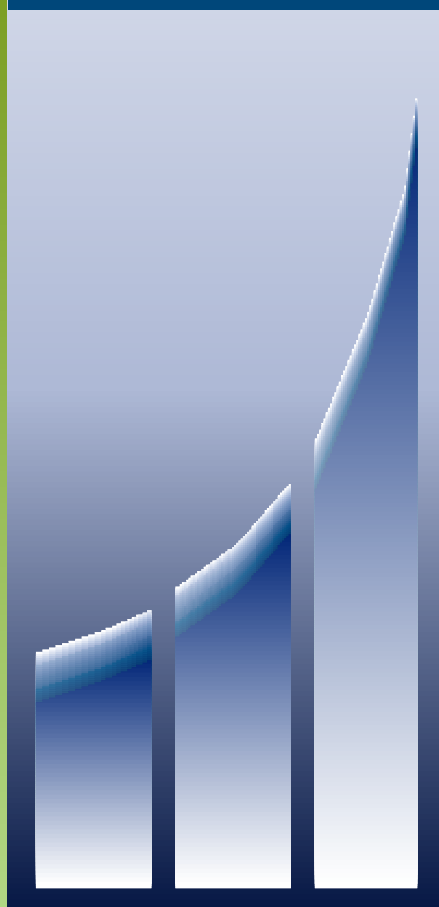


TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

69

Enero 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: La política económica en 2008: política monetaria, inflación y crecimiento

Actualidad: El déficit en cuenta corriente: ¿un motivo de preocupación?

Encuesta de Opinión Financiera

Encuesta de Opinión del Consumidor

Encuesta de Opinión Empresarial

Indicadores Económicos



EDITORIAL

La política económica en 2008: política monetaria, inflación y crecimiento

Comienza el año 2008 y las autoridades monetarias se ven enfrentadas a un dilema clásico de política económica: una economía interna en la cual persisten las presiones inflacionarias (provenientes del dinamismo de la demanda interna y, en menor medida, externa), un crecimiento económico elevado y un entorno internacional incierto, cuyo desenlace final determinará, en gran medida, qué tan fuerte y rápida es la desaceleración de la economía colombiana. La teoría y la sensatez indican que, ante presiones inflacionarias originadas en la demanda interna, la autoridad monetaria debe usar instrumentos que moderen su crecimiento para cumplir con la meta de inflación. Esto es aún más cierto en países como Colombia, en los cuales la independencia del Banco de la República implica que uno de los principales activos con los que cuenta es la credibilidad. Pero utilizar ese tipo de instrumentos implica “ponerle un freno” al crecimiento sostenido que ha mostrado la economía en los últimos años, resultado que, por supuesto, no es el más deseable. A su vez, ante una recesión económica, la teoría aconseja que las autoridades dinamicen la economía a través, por ejemplo, de una política neutral o expansiva de disminuciones en las tasas de interés. Sin embargo, en la coyuntura actual, las presiones inflacionarias, que no son un problema sólo de Colombia, no le dan a las autoridades mayor margen de maniobra para adelantar una política expansionista que contrarreste un enfriamiento de la economía. De hecho, es ya un hecho que se incumplió la meta de inflación para 2007 y la autoridad monetaria deberá hacer lo que esté a su alcance para que no pase lo mismo en 2008.

El incumplimiento de la meta de inflación genera preocupación, pues no solamente el Banco de la República pierde credibilidad, sino que puede haber consecuencias importantes sobre el nivel de precios en 2008. Por ejemplo, al vincular el aumento salarial de 2008 con la inflación causada se transmite el “exceso” de inflación, perpetuando el crecimiento de los precios en este año. Además, el porcentaje de incremento fijado para algunos bienes de la canasta familiar tiene como referente el alza decretada en el

salario mínimo. De esta manera, estos precios estarían reflejando, también, el exceso de inflación. Si a esto se suman las presiones inflacionarias provenientes del contexto internacional, el cumplimiento de la meta para 2008 podría verse comprometido.

El objetivo de esta nota es, entonces, insistir sobre la necesidad de que el Banco de la República siga monitoreando de cerca el comportamiento de las diferentes variables asociadas al dinamismo de la demanda y el incremento de los precios, con el fin de encaminar la inflación hacia las metas de mediano plazo, sin desconocer los riesgos que pueden afectar el desempeño de la economía.

¿Cómo cerró el año en términos de inflación y política monetaria?

El año 2007 estuvo caracterizado por fuertes presiones de demanda que condujeron al Banco de la República a adoptar una política contraccionista de incrementos en su tasa de interés de intervención. Esta pasó de 7,75% a 9,50% en 8 movimientos de un cuarto de punto porcentual cada uno, entre enero y noviembre de 2007. Sin embargo, a pesar de los aumentos en las tasas y las demás medidas tendientes a frenar el incremento de los precios, el año 2007 cerró con una inflación de 5,69%, cifra superior en 1,69 puntos porcentuales a la meta puntual establecida por el emisor (4%).

Cabe anotar que el incumplimiento de la meta no fue un fenómeno particular a Colombia. De hecho, el aumento acelerado de los precios ha afectado tanto a países desarrollados como a países en desarrollo en varias latitudes del mundo. Las economías latinoamericanas no fueron la excepción. Buena parte de los países de la región registraron una inflación superior a la meta establecida (excepto Brasil, México y Argentina), con lo cual la inflación en 2007 fue de 8,5%, superior en 2 puntos a la registrada en 2006 (6,5%). Chile, por ejemplo, registró una inflación de 7,8% frente a una meta máxima de 4%, pese a las buenas conductas en materia de inflación objetivo. Venezuela, aunque poco sorprende por su desordenado manejo económico, registró la inflación más alta del continente (22,5% frente a una meta de 12%).

En la mayoría de estos casos, y tal como ha venido sucediendo en el mundo entero, una parte importante de la inflación está explicada por el incremento en los precios de las materias primas agrícolas y, en especial, los alimentos (el índice global de precios de los alimentos calculado por *The Economist* está en su máximo histórico desde su creación en 1845). De hecho, los países latinoamericanos que registraron incrementos importantes en sus precios fueron los que tuvieron los mayores aumentos en el precio de los alimentos. Este fue el caso de Perú, Chile y Colombia que registraron inflaciones de 27%, 26% y 20% respectivamente. El incremento en los precios de los alimentos en Colombia estuvo asociado tanto a presiones de oferta (encabezadas por el fenómeno del niño) como a presiones de demanda. La demanda estuvo jalonada por la demanda de alimentos de Venezuela,

así como el consumo de países asiáticos y el incremento en la producción de biocombustibles, que aumenta la demanda por ciertos productos agrícolas que son su principal materia prima. Con todo esto es posible pensar que, en buena medida, este fenómeno inflacionario ha sido también importado.

¿Qué le espera a las autoridades en 2008?

Esta política “de freno”, adoptada a mediados de 2006, apenas comienza a tener algunos efectos. Se destacan la desaceleración en las compras externas de bienes de consumo, la producción industrial y las ventas al por menor. También se ha observado una pequeña moderación en el crecimiento de los agregados monetarios. Es de esperarse que, durante los primeros meses del 2008, la transmisión de la política monetaria se haga más evidente. Sin embargo, muy probablemente, el resultado de la inflación para este año estará influenciado por muchos de los factores que explicaron su comportamiento en 2007.

Según varios analistas, parecería que la tendencia que registraron los precios de las materias primas, los alimentos y los combustibles en 2007 no se revertirá, al menos en el corto plazo. Los cambios permanentes en el desarrollo económico mundial, los cambios alimenticios en China y la demanda por biocombustibles (que dispara la demanda de maíz) serán factores determinantes. Además, el dinamismo de la demanda mundial puede verse reforzado por las medidas expansionistas que han tomado los bancos centrales de los países desarrollados para dinamizar sus economías ante la crisis financiera. Por otra parte, aún no es claro que la demanda venezolana por alimentos colombianos vaya a ceder en el corto plazo. Por el lado de la oferta, los reajustes de los bienes regulados y un posible rezago de los efectos de la niña que afectó al país a finales de 2007, también influirán sobre el alza de los precios. Esto sin contar la una posible devaluación que se originaría en la incertidumbre reinante en los mercados y que podría presionar al alza los precios de los transables.

En este sentido, la política restrictiva llevada a cabo hasta el momento es la más indicada para asegurar el cumplimiento de la meta de inflación en 2008. Sin embargo, no debe desconocerse que, ante el nuevo escenario internacional de turbulencia en los mercados financieros y la desaceleración prevista para el 2008, el país podría necesitar de una política menos contraccionista. Es aquí donde surge el gran dilema de la política monetaria en 2008.

Aunque las autoridades argumentan que la tarea del Banco de la República fue más seria que la de la mayoría de los bancos centrales de países emergentes y que, gracias a esto, el descuadre de los precios fue menor que en otros países, podría pensarse que, dado el contexto actual, los incrementos en las tasas observados hasta el momento pueden dificultar una reacción frente a la crisis financiera internacional. De hecho, al comparar las respuestas de política a la inflación en otros países del mundo, Colombia ha sido uno de los que ha incrementado su tasa de intervención en la mayor proporción. En comparación con América Latina, a excepción de Brasil, Colombia exhibe el nivel

de tasa de interés real más alto (Chile tiene una tasa de 7,5% y Perú una de 5%). De este modo, al mismo tiempo que el Banco Central debe mantener el propósito de dirigir la inflación a las metas, deberá tomar las decisiones que sean coherentes con el propósito de que la economía crezca a una tasa saludable. Es decir, el Banco no debe correr el riesgo de que las medidas que adopte aumenten el tamaño y la velocidad de la desaceleración del crecimiento. Para cumplir este objetivo, tendrá que tener en cuenta el desenlace de la difícil situación del entorno internacional y la magnitud de la recesión en Estados Unidos y la economía mundial; y los efectos que esto pueda tener sobre la economía colombiana a través de la incidencia sobre las exportaciones, los precios de los bienes básicos, la inversión extranjera, los demás flujos de capital y las remesas, entre otros.

Conclusión

De manera acertada, el pasado 25 de enero la Junta del Banco de La República decidió mantener inalterada su tasa de interés de intervención. Sin embargo, el panorama futuro para la política monetaria será difícil: aunque aun persisten riesgos por la evolución de la demanda agregada (interna), el crédito y la inflación, también existe preocupación por no generar una desaceleración muy pronunciada y veloz, debido a la incertidumbre que se tiene respecto al futuro de la economía global.

Si bien una desaceleración de la actividad económica puede tener un efecto atenuante sobre el comportamiento de la demanda, que a su vez podría traducirse en una menor inflación de bienes no transables, hasta el momento la política monetaria no tiene suficiente campo para adoptar una postura expansionista con el fin de contrarrestar un enfriamiento de la economía. A pesar de los esfuerzos que ha hecho el Banco Central por corregir los excesos monetarios y crediticios, persisten algunas presiones de demanda y el comportamiento de los precios de los bienes primarios a nivel global seguirá afectando el comportamiento de los precios internos. Esto podría llevar a un nuevo incumplimiento de la meta de inflación en 2008 y la Junta no puede darse ese lujo.

Por tanto, en el escenario actual, con el fin de mejorar la credibilidad en el mercado, encontrar la manera de estabilizar la inflación y que se anclen las expectativas de cumplimiento de la meta para el 2008 (3,5% a 4,5%), es importante que el Banco de la República siga monitoreando de cerca los agregados monetarios y el crédito, entre otros, y que mantenga su postura restrictiva. Esto sin perjuicio de poder regresar posteriormente a una política neutral o expansiva, si fuera necesario. Sin embargo, esto dependerá de la evaluación cuidadosa de las condiciones internas y de la evolución de las condiciones externas. Sólo una vez el panorama de inflación de mediano plazo esté más claro, la inflación inicie su convergencia a la meta de mediano plazo, y se tenga más claridad sobre el desenlace de los temas internacionales (Estados Unidos y Venezuela principalmente), podría iniciarse un recorte de las tasas de interés en caso de que un enfriamiento de la economía así lo requiera.

El déficit en cuenta corriente: ¿un motivo de preocupación?

El desempeño reciente de la economía colombiana ha sido bastante satisfactorio comparado con las décadas anteriores. En lo corrido de 2007 hasta septiembre, la economía registró un crecimiento de 7,35%, y se espera que el año cierre con un incremento cercano a 7,0%, cifra superior a la registrada durante el 2006 (6,83%). Sin embargo, este buen comportamiento se ha visto acompañado por una expansión de la demanda interna que puede ser insostenible. Por el contrario, la demanda externa ha tenido un comportamiento mediocre.

La fuerte expansión de la demanda ha traído varias consecuencias para el panorama económico nacional. Por un lado, se presentaron serias presiones inflacionarias. Por otro lado, el ritmo de aumento del gasto de consumo y de inversión repercutió de manera significativa sobre el comportamiento del sector externo. El volumen de importaciones aumentó en cerca de 25%, en parte también como resultado de la revaluación del tipo de cambio. Esto ha generado que la balanza comercial colombiana sea deficitaria, lo que, atado a la creciente renta de los factores, se ha traducido en un déficit en la cuenta corriente cercano a 3,4% del PIB.

Si bien hasta el momento la economía colombiana ha estado en la capacidad de financiar el déficit en cuenta corriente, en especial gracias a los flujos de Inversión Extranjera Directa, este escenario no está exento de riesgos. En efecto, un recrudecimiento de la crisis financiera internacional y de la recesión en Estados Unidos podría reducir tanto la inversión directa como la de portafolio. Esta es la mayor vulnerabilidad de la economía colombiana en la actualidad. En esta edición de *Tendencia* se hace un análisis de los factores que explican el actual déficit en cuenta corriente, sus fuentes de financiamiento y los riesgos para su sostenibilidad.

¿De dónde proviene el déficit en cuenta corriente?

Desde finales de 2004 la demanda ha venido creciendo a un ritmo superior al producto de la economía. En efecto, durante el tercer trimestre de 2007 la demanda creció a una tasa de 9,9% frente a un crecimiento del PIB de 7,6%.

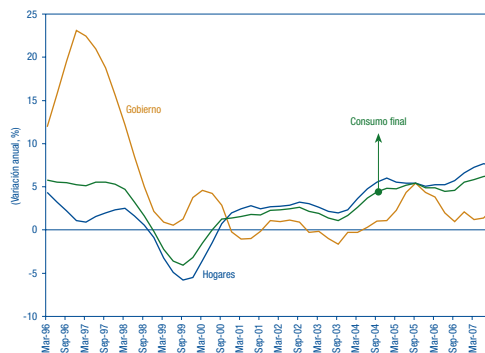
Al observar el comportamiento de la demanda, es notorio que buena parte de las presiones se deben a un exceso de gasto por parte del sector privado. El consumo de los hogares creció a una tasa de 7,5% anual durante el tercer trimestre de 2007, impulsado por la mayor confianza de los consumidores, así como por las menores tasas de interés que favorecieron la demanda de crédito. Este incremento es 1,8 puntos porcentuales superior a la tasa observada durante el mismo periodo de 2006 (Gráfico 1). El crecimiento del consumo público, por su parte, se ubicó en 2,5% anual durante el tercer trimestre de 2007. El mayor consumo de los hogares se ha visto acompañado por un

dinamismo del crédito al sector privado, que tuvo incrementos superiores al 24% real anual durante el promedio de 2007, con lo que la cartera total pasó de representar 26,6% del PIB a inicios de la década a representar 34,5% a finales del 2007.

Si bien en la actualidad el comportamiento del gasto privado explica buena parte del exceso de demanda, no debe desconocerse lo que está pasando con el gasto público. Como se ha mencionado en pasadas ocasiones, en épocas de auge económico el gobierno debería propender por un ajuste fiscal con el fin de llevar a cabo una política contracíclica. Sin embargo, pese al buen desempeño de la economía, no se ha logrado llegar a un escenario de superávit fiscal en el país. Se espera que el sector público consolidado registre un déficit de 3,3% en 2007 y el Gobierno Nacional Central (GNC) uno de 0,7%. Esto se debe en buena medida a que los gastos del GNC presentan una tendencia creciente superior a la registrada por los ingresos (Gráfico 2).

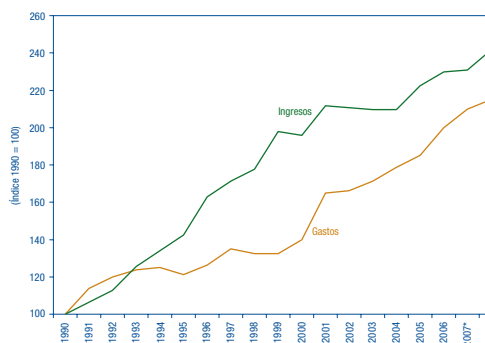
Este exceso de demanda se ha reflejado en la economía de dos maneras. Por una parte, se presentaron fuertes presiones inflacionarias durante el 2007 que significaron el incumplimiento de la meta de inflación. Por otra parte, las importaciones registraron

Gráfico 1
CONSUMO PRIVADO Y PÚBLICO



Fuente: DANE.

Gráfico 2
INGRESOS VERSUS GASTOS GOBIERNO NACIONAL CENTRAL COMO % DEL PIB



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

un alto dinamismo para satisfacer la creciente demanda interna. En efecto, las importaciones, tanto de bienes de consumo como de capital, presentaron un incremento anual de 30,8% y 26,9%, respectivamente. Este fenómeno se ha visto favorecido por la revaluación del peso frente al dólar que abarata la compra de bienes provenientes del exterior. El incremento de las importaciones (25,4% anual) a un ritmo mayor que la expansión de las exportaciones (17,9%) se ha traducido en una balanza comercial cada vez más deficitaria. Entre enero y septiembre de 2007 se presentó un déficit de US \$2.689 millones, correspondiente a 2,1% del PIB. El desbalance comercial resultante de las presiones de demanda ha sido uno de los principales factores detrás del creciente déficit en la cuenta corriente (Gráfico 3). En efecto, entre enero y septiembre de 2007, la balanza de pagos registró un déficit en cuenta corriente de US\$4.289 millones, equivalentes a 3,4% del PIB.

La renta de los factores es otro de los componentes de la balanza de pagos que explica este déficit. El balance del rubro de renta de los factores presentó déficit de US\$5.340 millones, correspondientes a 4,3% del PIB. El desequilibrio en el balance de la renta de los factores se debe en gran parte al incremento en el pago de utilidades y dividendos. Este rubro alcanzó los US\$4.441 millones entre enero y septiembre de 2007, es decir, el 65% de los egresos netos por factores productivos. Buena parte de este incremento está asociado al aumento de la Inversión Extranjera Directa que alcanzó US\$6.791 millones en este mismo periodo.

Si bien las transferencias registraron un incremento de 7,2% anual al pasar de US\$3.488 millones en enero-septiembre de 2006 a US\$3.740 millones durante el mismo periodo de 2007, este aumento no fue suficiente para compensar el desbalance comercial y la mayor renta de los factores.

¿Cómo se está financiando el déficit en cuenta corriente?

Al observar las entradas de capital al país es evidente que casi el 75% de los flujos corresponden a IED. Sin embargo, dado el diferencial de tasa de interés con otros países desarrollados, en la actualidad la inversión de cartera y portafolio también han

tenido un comportamiento creciente pese a las restricciones a las entradas de capital impuestas por el Gobierno en mayo de 2007.

Durante los últimos años la Inversión Extranjera Directa (IED) ha mostrado un comportamiento bastante dinámico, favorecido por la mejora en las condiciones de seguridad y por los incrementos en los precios de los productos básicos. Lo anterior, sumado a los incentivos tributarios para atraer IED, ha permitido que de un promedio de US\$2.500 millones en la segunda mitad de la década pasada, la IED haya aumentado a un promedio de US\$4.300 millones durante la presente década. De persistir estas entradas de capital Colombia estaría en la capacidad de sostener el déficit en cuenta corriente. Sin embargo, es importante preguntarse qué tan sostenibles son estos niveles de IED, dado que, aparte de las condiciones internas favorables, buena parte de ésta también ha sido jalonada por las condiciones externas favorables.

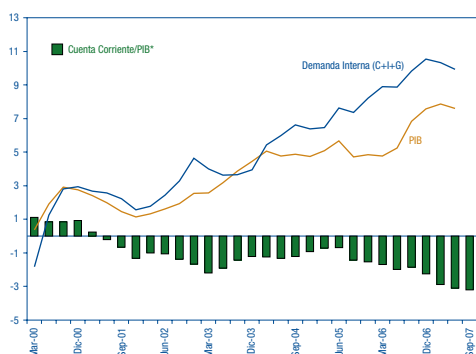
En términos sectoriales, las actividades más dinámicas fueron el petróleo (US\$2.634), los servicios (US\$2.029) y en menor medida el sector industrial (US\$1.352). En principio, podría pensarse que la capacidad de absorción de inversión en algunos sectores está cerca del límite y esto a su vez conduciría a menores flujos de inversión extranjera directa. Este es el caso por ejemplo del sector petrolero, para el cual se estima que la producción muestre una tendencia decreciente durante el resto de la década. Sin embargo, aunque los anuncios de IED para el 2008 no parecen ser de la misma magnitud que los observados entre 2005 y 2007, es posible esperar que mantenga su dinamismo en otros sectores como los de explotación de minas y canteras, servicios, y telecomunicaciones.

Por otra parte, al observar la procedencia de los flujos de IED, buena parte de estos viene de Estados Unidos (cerca del 38%), lo que permite pensar que, en caso de una profundización de la recesión en Estados Unidos (con un crecimiento en el último trimestre de 2007 de 0,6%), una proporción significativa de los flujos de IED hacia Colombia se podría ver afectada negativamente.

Por último, no debe descartarse la posibilidad de que, dadas las restricciones a los flujos de capital impuestas en mayo de 2007, pudieran ingresar capitales de corto plazo a través de IED con el fin de evadir estos controles. Sin embargo, la declaración de IED implica a los inversionistas trámites y tiempo, lo cual le resta liquidez y rentabilidad a las transacciones. Si estuvieran entrando capitales de corto plazo por esta vía, los agentes estarían retirando su dinero a través del rubro de “reembolsos de capital”. De acuerdo a los registros de la balanza de pagos, estos reembolsos corresponden a reembolsos de empresas que, en efecto, han hecho algún tipo de IED en el país¹.

Por otra parte, recientemente se ha registrado un incremento de los flujos de corto plazo debido sobre todo al diferencial de tasas de interés existentes con Estados Unidos. Estos han pasado de representar cerca de US\$ 70 millones anuales en 2006 a sumar cerca de US\$1.200 en 2007, lo que significa un

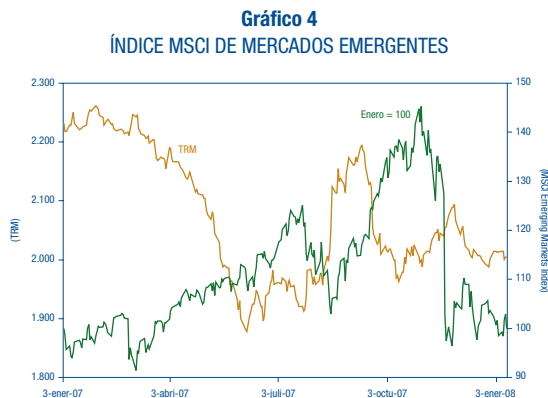
Gráfico 3
CRECIMIENTO, DEMANDA Y DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE



Nota: valores anualizados del PIB y la demanda interna.
Fuente: DANE.

¹ Dada la confidencialidad de los datos no se puede conocer exactamente a que empresas corresponden estos reembolsos.

incremento de 16,1%. Sin embargo, estos flujos pueden ser susceptibles de una salida súbita de capitales en caso de que la crisis financiera internacional se recrudezca y los agentes pierdan confianza en el mercado colombiano. De hecho, al observar el índice MSCI de confianza en los mercados emergentes, se hace evidente que durante los episodios de mayor incertidumbre y caídas en las bolsas, la confianza de los agentes en los mercados emergentes ha disminuido (Gráfico 4), lo que provoca una salida de capitales.



Fuente: Yahoo Finance.

El entorno económico internacional: ¿estamos blindados frente lo que pueda pasar?

Aunque hasta el momento Colombia ha contado con los mecanismos para financiar su desbalance externo, esto no significa que estos capitales seguirán entrando al país de manera automática y que, por tanto, no somos invulnerables frente una reversión de los flujos de capitales.

Ante una profundización de la recesión en Estados Unidos, no sólo se afectarían las exportaciones colombianas, sino que además se profundizaría la crisis en los mercados financieros internacionales. Un recrudecimiento de la crisis implicaría una menor liquidez internacional y una menor confianza de los inversionistas en los mercados emergentes. Lo anterior significaría menores flujos de capital hacia Colombia, tanto en la forma de IED como de inversión de portafolio. Esto podría verse agravado si se tiene en cuenta que, por una parte, la crisis del mercado *subprime* puede ser más una crisis de solvencia que de liquidez. Lo que provocaría que a pesar del diferencial de tasas de interés no exista el suficiente capital para traer hacia el país. Y, por otra parte, es cada vez menos probable que se ratifique el TLC en 2008.

Si bien recientemente los agentes han comenzado a internalizar los episodios de “malas noticias” en el mercado financiero, y la confianza en los mercados se ha “estabilizado” dado que la FED ha inyectado liquidez al mercado con el fin de estabilizar la economía, es poco probable que esta crisis pueda ser resuelta con mayores inyecciones de liquidez, menores tasas de interés y mayor gasto. En caso de que la crisis resulte ser sistémica, los

índices de confianza caerían al piso afectando enormemente a países emergentes como Colombia, que son los primeros en registrar las salidas de capitales en estos casos.

Adicionalmente, en comparación con otros países de América Latina el déficit en cuenta corriente de Colombia es elevado. Esto hace que Colombia sea más vulnerable a un menor flujo de capitales que otros países de la región que sí han aprovechado el auge de los precios del petróleo para tener una balanza comercial superavitaria y un menor déficit en cuenta corriente.

Por otra parte, el incremento del gasto, hace que el gobierno tenga un margen de maniobra menos amplio para enfrentar una reducción súbita de los flujos de capital. Lo que, acompañado de las presiones inflacionarias, impediría que el Banco de la República le inyecte liquidez a la economía. Además, las vulnerabilidades fiscales no sólo implicarían que el país esté en una menor capacidad de mantener este déficit, sino que, significarían una desventaja a la hora de atraer inversión extranjera al país, lo que a su vez dificulta la financiación del mismo.

Conclusiones y recomendaciones

Si bien hasta el momento Colombia ha tenido los recursos para financiar el déficit en cuenta corriente, esto se ha debido en buena medida a las condiciones externas favorables. Sin embargo, estas condiciones se están deteriorando, y el país no se encuentra del todo blindado contra un deterioro del entorno internacional. Una profundización de la recesión en Estados Unidos y el consecuente deterioro de la crisis financiera internacional, podrían conducir a una súbita reducción de los flujos de capital externo, lo que dejaría al país en dificultades para financiar el déficit, debido al exceso de gasto que imposibilita una política anticíclica; las presiones de demanda que no permiten inyectarle más liquidez a la economía sin poner en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación; y el comercio externo débil que nos conduce a una balanza comercial cada vez más deficitaria.

En este sentido, se deberán tener en cuenta una serie de elementos estructurales a la hora de definir las políticas para el 2008 y los años a venir: i) La capacidad del país de atraer Inversión Extranjera Directa será un determinante clave para la financiación del déficit en cuenta corriente. Sin embargo, las vulnerabilidades fiscales pueden afectar las decisiones de inversión, a la vez que dan al gobierno poco margen de maniobra, ii) El Gobierno debe propender por una política fiscal anticíclica que contribuya a corregir el desbalance en cuenta corriente. Es decir, se requiere un mayor esfuerzo de ahorro por parte del sector público. La coordinación macroeconómica es fundamental, especialmente en momentos de turbulencia en los mercados financieros internacionales. iii) Se deben encontrar los mecanismos para fortalecer el comercio externo: encontrar soluciones estructurales que le permitan ser competitivo, diversificar sus exportaciones y sus socios comerciales, y propender por generar los incentivos adecuados para la exportación con el fin de fortalecer nuestra inserción al comercio global.

La política monetaria comienza a ser un factor de riesgo

A finales de diciembre de 2007 la autoridad monetaria mantuvo inalterada su tasa de interés de intervención en 9,5% y en una reunión anterior anunció que se mantendría inalterada la meta de inflación del 2007 (3,5%-4,5%) para el año 2008. Por otra parte, los datos revelados por el DANE muestran que el comportamiento de la inflación durante el mes de diciembre fue superior a la meta establecida por el Banco de la República. La inflación observada para el 2007 se ubicó 119 puntos básicos por encima de la cota superior de la meta de inflación fijada por la autoridad monetaria al registrarse una variación del IPC de 5,69%. Dicho registro se debe principalmente a que persisten las presiones inflacionarias en el componente de alimentos de la canasta familiar (entre diciembre y noviembre de 2007 la inflación de alimentos registró un valor de 0,82%). Lo anterior abre el debate sobre el futuro de la política monetaria en el país y de su transmisión al sector real. De esta manera, los administradores de portafolio empezaron a percibir un riesgo a la hora de invertir proveniente de la política monetaria. Si bien en diciembre de 2007 el principal riesgo provino del exterior (51% de los encuestados así lo confirmó), el 28% de los administradores muestra preocupación por las decisiones tomadas por el emisor. De esta forma se completa el segundo mes consecutivo de incrementos en este factor de riesgo (Gráfico 1).

Administradores esperan aumentos del spread

En diciembre de 2007 aumentaron las expectativas sobre el *spread* de la deuda colombiana. El 44% de los administradores encuestados manifestó que espera incrementos en esta variable, el 38% indicó que se mantendrá igual y el 18% expresó que disminuirá. Así, el balance a esta pregunta se ubicó en 26%, cifra que se encuentra 9 puntos porcentuales por encima del registro promedio de 2007. Aunque los *spreads* para la deuda colombiana alcanzaron niveles históricamente bajos en agosto de 2007 (cerca de 100 puntos), a partir de este momento se ha evidenciado una clara tendencia creciente. Esto se debe, por una parte, a los efectos que la crisis financiera tuvo sobre las economías emergentes y, por otra parte, a los resultados de inflación superiores a los esperados en la mayor parte de los países de la región.

El Índice de Confianza del Mercado (ICM) se recupera

El Índice de Confianza del Mercado (ICM) está compuesto por las expectativas de los administradores sobre el desempeño futuro de la economía, las expectativas sobre el comportamiento de la inflación y las expectativas sobre el comportamiento del *spread* de la deuda. Durante diciembre de 2007 se registró un incremento de 0,79 puntos con respecto al registro del mes inmediatamente anterior al ubicarse en 0,2 desviaciones estándar por debajo del promedio. Si bien el ICM sigue ubicándose en un terreno negativo, la recuperación evidenciada durante el mes de diciembre es significativa (Gráfico 2). Este incremento se debe principalmente a que, en diciembre, una menor proporción de los administradores considera que la economía va a desacelerarse en los próximos seis meses (Cuadro 1).

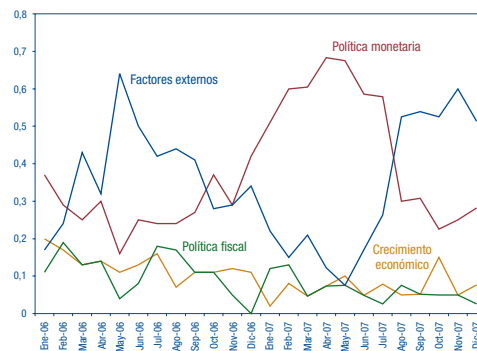
Cuadro 1
EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS PARA LOS PRÓXIMOS SEIS MESES (% NETO)

	Noviembre	Diciembre	Cambio (puntos)
Tasa de interés Banco de la República	25	12	-13
Inflación	-27	-49	-22
Tasa de cambio	7	33	26
Spread	33	26	-7
Crecimiento económico	-73	-59	14

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

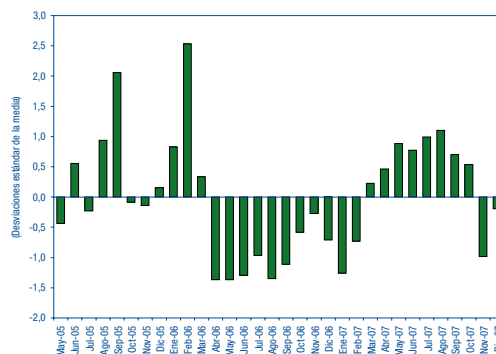
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC - Fedesarrollo.

Gráfico 1
PRINCIPALES RIESGOS A LA HORA DE INVERTIR



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo.

Gráfico 2
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL MERCADO (ICM)



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo.

El año cierra con un mayor nivel de confianza de los consumidores

La última medición de la Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo, realizada en diciembre de 2007, muestra que el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) aumentó 2,1 puntos con respecto al registro de noviembre del mismo año al alcanzar 34,0 puntos. (Cuadro 1). Con este resultado, la tendencia fue positiva durante la segunda mitad del año (Gráfico 1). En efecto, durante el último trimestre el ICC se ubicó sistemáticamente por encima del promedio de 2007 (30,1).

En cuanto a los componentes del ICC se puede observar que la menor disposición para la compra de bienes durables por parte de los hogares se contrarrestó con la mejor percepción de la situación actual de los hogares y la mayor expectativa de las condiciones económicas del hogar en el futuro (Gráfico 2). En primer lugar, 29% neto de los hogares encuestados consideró que a su hogar le está yendo mejor en la actualidad, mientras que en el mes inmediatamente anterior tan sólo 17% neto de los hogares así lo consideraba. En cuanto a las expectativas sobre la situación económica de los hogares durante los próximos doce meses, el 46% de los hogares afirmó que espera una mejoría en su situación, lo que ubica el balance a esta pregunta un punto por encima del balance registrado en noviembre de 2007. Las expectativas sobre la situación económica del país también registraron un comportamiento positivo. El 32% neto de los hogares manifestó que espera un clima económico bueno durante el próximo año, lo que significa un incremento de 4 puntos con respecto al registro de noviembre. Igualmente, el balance de la pregunta que captura las expectativas de los hogares sobre la situación económica del país registró un comportamiento positivo. En diciembre el 22% neto de los hogares encuestados espera una mejor situación, mientras que un mes atrás el 21% neto lo manifestó así. Finalmente, el único componente que registró un comportamiento negativo fue la disposición para la compra de bienes durables (muebles, electrodomésticos, etc.). Aunque el balance continúa siendo positivo, durante el mes de diciembre 42% de los hogares consideró que es un buen momento para la compra de bienes durables, frente a 49% en noviembre, lo cual significa una disminución de 7 puntos.

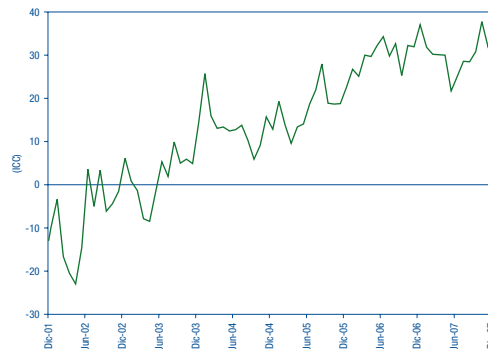
El aumento en el nivel de confianza de los consumidores en diciembre se vio acompañado por un incremento tanto del Índice de Condiciones Económicas (IEC) como del Índice de Expectativas del Consumidor (IEC). El ICE registró un incremento de 2,4 puntos con respecto al mes anterior al ubicarse cerca de 35 puntos, mientras que el IEC se ubicó cerca de los 33 puntos, es decir, 1,9 puntos por encima del registro de noviembre. Cabe resaltar que a pesar de las señales de una desaceleración de la economía durante el último trimestre del 2007, se espera que el año cierre con un crecimiento dinámico. En efecto, gracias al crecimiento acumulado hasta el tercer trimestre (7,35%) las proyecciones de Fedesarrollo apuntan hacia un crecimiento de 7,0% durante el 2007.

Cuadro 1
RESUMEN DE RESULTADOS
ENCUESTA DE CONSUMO

	Diciembre 2006	Noviembre 2007	Diciembre 2007	Cambio mensual	Cambio anual
ICC	37,7	31,9	34,0	2.1	-3.0
IEC	37,2	31,1	33,1	2.0	-1.5
ICE	38,5	33,1	35,5	2.4	5.3

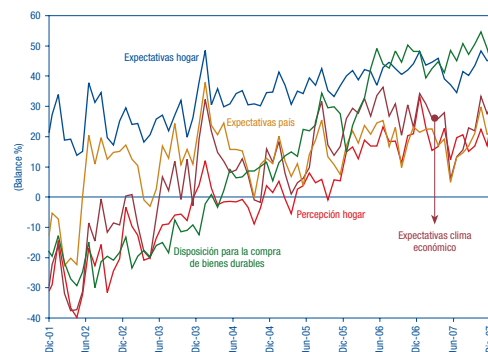
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo.

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR (ICC)



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

Gráfico 2
COMPONENTES DE ICC



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

Barranquilla se recupera y registra el mayor nivel de confianza

Los datos históricos de la EOC muestran una mejoría significativa en el nivel de confianza en todas las ciudades de la muestra (Bogotá, Medellín, Cali y Barranquilla). A pesar del leve retroceso registrado en diciembre de 2007 con respecto a lo observado en 2006, la tendencia de largo plazo en cada ciudad es claramente positiva (Gráfico 3). En diciembre de 2007 la ciudad que registró el mayor nivel de confianza fue Barranquilla con un ICC de 38,0 puntos. Le siguen Medellín (35,8) y Cali (33,9). Bogotá fue la ciudad que registró el menor nivel de confianza con un ICC de 32,6 puntos. Es importante mencionar que desde el momento en que se empezó a realizar la EOC en noviembre de 2001, la ciudad que ha tenido la mayor recuperación ha sido Medellín (con un incremento de 65,2 puntos entre diciembre de 2001 y diciembre de 2007). Cali y Bogotá muestran un incremento de 51,8 y 51,7 puntos respectivamente en este mismo período. Finalmente, Barranquilla registró un incremento de 40,0 puntos entre 2001 y 2007.

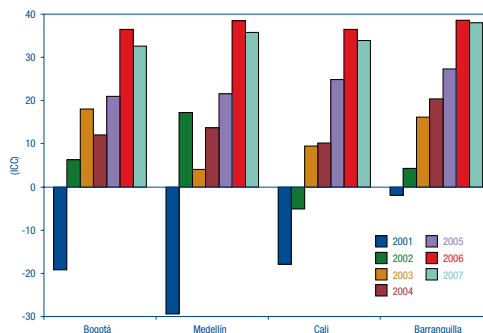
Los hogares esperan incrementos en la tasa de interés

Los hogares esperan mayores incrementos en las tasas de interés de sus préstamos, como resultado de la política monetaria contraccionista que ha llevado a cabo el Banco de la República. El 63,4% de los hogares encuestados espera que la tasa de interés aumente mientras que tan sólo 9,9% espera que esta disminuya y el 26,7% restante no espera cambio alguno en los tipos de interés. Así, el balance a esta pregunta registró un valor históricamente alto en diciembre de 2007 al alcanzar 53,5% (4,3 puntos por encima del balance de noviembre). Dicha expectativa de mayores aumentos en la tasa de interés está relacionada con el menor crecimiento de la cartera de consumo, la cual pasó de aumentar a tasas de 43% en octubre de 2006 (su punto máximo) a crecer a tasas de 30% en noviembre de 2007. Si bien el crédito sigue dinámico los agentes han empezado a interiorizar los aumentos en las tasas de interés (Gráfico 4).

Capacidad de ahorro de los hogares sigue en aumento

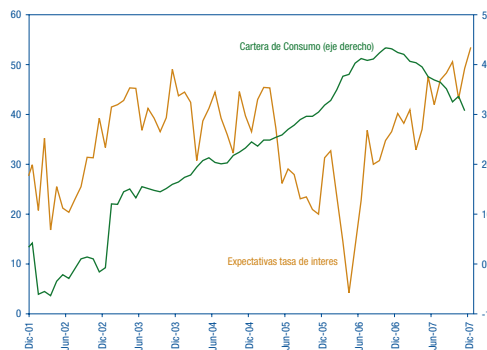
La capacidad de ahorro de los hogares ha mejorado significativamente durante el segundo semestre de 2007. Si bien el balance a esta pregunta siempre ha sido negativo, el registro de diciembre refuerza la tendencia creciente de esta variable en el largo plazo. En efecto, después de seis meses seguidos de mejora en este aspecto, el balance de esta pregunta llegó a su punto menos negativo en diciembre. El 36,7% de los hogares afirmó que el ingreso obtenido le alcanza para ahorrar, mientras que 63,3% expresó lo contrario. De esta forma el balance se ubica en -26,6%, cifra 2,1 puntos por encima del registro del mes de noviembre pasado y 0,4 puntos por encima del registro de diciembre de 2006.

Gráfico 3
ICC POR CIUDAD
(datos a diciembre)



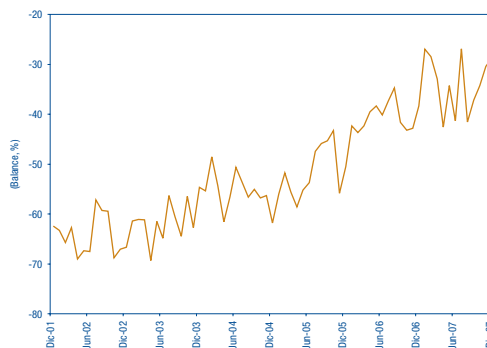
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo.

Gráfico 4
EXPECTATIVAS TASA DE INTERÉS Y CRECIMIENTO REAL
DE LA CARTERA DE CONSUMO



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

Gráfico 5
CAPACIDAD DE AHORRO DE LOS
HOGARES



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

La confianza industrial se fortalece

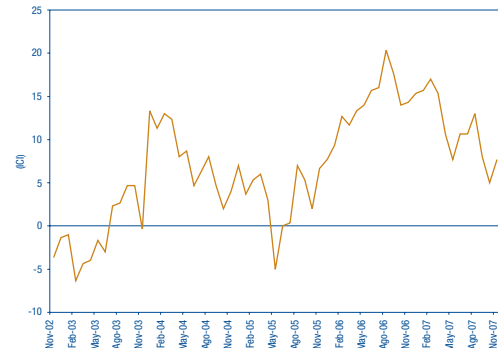
La última medición de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) realizada durante el mes de noviembre de 2007 muestra un incremento en el nivel de confianza de los empresarios. Con este resultado se pone fin a tres meses seguidos de disminuciones en el nivel de confianza. Entre agosto y octubre el Índice de Confianza Industrial (ICI) se contrajo 8 puntos y en noviembre de 2007 el ICI registró un valor de 5 puntos, lo cual implica un incremento de 3 puntos con respecto al registro del mes anterior. Es importante resaltar que a pesar de este incremento en el nivel de confianza industrial, el índice actual se encuentra 6 puntos por debajo del registro de noviembre de 2006 (Gráfico 1).

Al analizar el comportamiento de los componentes del ICI (nivel de existencias, pedidos y expectativas de producción durante los próximos tres meses) se observa que las existencias han disminuido así como las expectativas de producción de las firmas durante el próximo trimestre (Gráfico 2). En primer lugar, el balance de respuestas sobre el nivel de pedidos muestra un comportamiento positivo. El 22% de los empresarios encuestados en noviembre expresó manejar niveles altos de pedidos, mientras que el 17% afirmó manejar niveles bajos. En esta medida, a pesar de que la mayoría de los encuestados respondió manejar niveles normales de pedidos (61%), el balance a esta pregunta se ubicó en 5%, lo que significa un incremento de 5 puntos con respecto al registro del mes inmediatamente anterior. Adicionalmente, el 7% de los empresarios manifestó manejar niveles grandes de existencias al final del mes, mientras que 79% indicó manejar niveles normales y 13% niveles bajos. Así, entre octubre y noviembre de 2007 el balance de respuestas sobre el nivel de existencias disminuyó 11 puntos al alcanzar un valor de -6% neto en noviembre. Por último, el componente que captura las expectativas de producción de los empresarios disminuyó 8 puntos con respecto al valor alcanzado en octubre de 2007 (20%). En efecto, 28% de los empresarios espera que su producción aumente durante el próximo trimestre mientras que 56% no espera variación en el nivel de producción y 16% espera una reducción en su producción. De esta forma, en noviembre el 12% neto de los empresarios respondió que la producción aumentará.

Las condiciones económicas y sociopolíticas para la inversión se mantienen en niveles altos

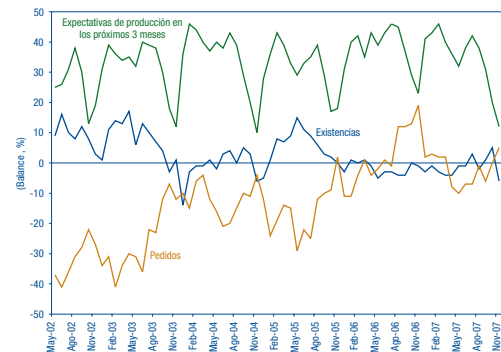
En noviembre de 2007 se le preguntó a los empresarios sobre las condiciones económicas y sociopolíticas para la inversión. Los resultados de este módulo especial revelaron que las condiciones económicas permanecen estables mientras que las condiciones sociopolíticas registran un leve retroceso. Aun así, se observa que las condiciones para la inversión se encuentran estables en niveles altos (Gráfico 3). El 46% de los encuestados respondió que las condiciones económicas son favorables, mientras que el 8% afirmó que estas son desfavorables. El 45% restante

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL (ICI)



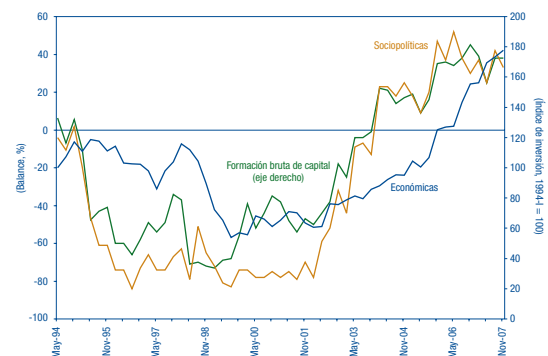
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

Gráfico 2
COMPONENTES DEL ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL (ICI)



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

Gráfico 3
CONDICIONES ECONÓMICAS Y SOCIOPOLÍTICAS PARA LA INVERSIÓN



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

manifestó las condiciones son neutras. Así, el balance a esta pregunta se ubicó en 38%, cifra igual a la registrada el trimestre anterior (marzo a mayo de 2007), pero 7 puntos menor que la registrada durante el mismo trimestre del año 2006. En cuanto a las condiciones sociopolíticas, el 44% de los encuestados expresó que estas son favorables, 45% neutras y 11% desfavorables. Así, el balance a esta pregunta se ubicó en 33%, es decir 9 puntos por debajo del registro del trimestre anterior, pero 3 puntos por encima del registro del mismo trimestre del 2006.

La utilización de capacidad instalada continúa elevada

La EOE estudia la utilización de la capacidad instalada de manera trimestral. En noviembre de 2007 se observa que la utilización de la capacidad instalada continúa en aumento; las firmas encuestadas revelan que entre noviembre y agosto de 2007 la capacidad instalada aumentó 1.5 puntos al pasar de 74,1% a 75,6%, lo que refuerza la tendencia creciente de los últimos tres trimestres. Los datos agregados muestran que la utilización de la capacidad instalada ha aumentado de manera constante desde el año 2002. En promedio la utilización de la capacidad instalada aumentó 6.7 puntos durante los últimos cinco años al pasar de 67,2% en 2002 a 73,9% en 2007 (Gráfico 4).

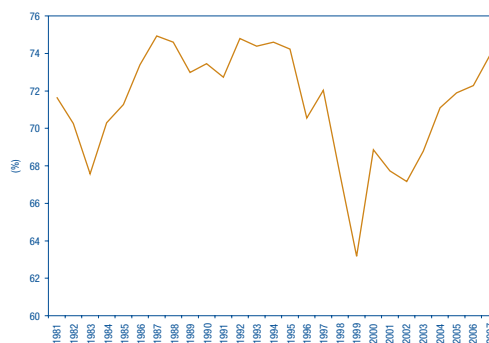
Las tres actividades productivas con mayor utilización de la capacidad instalada fueron: la fabricación de papel y cartón y sus productos (83,9%), la fabricación de prendas de vestir (83,8%) y la fabricación de otros productos minerales no metálicos (82,8%) (Gráfico 5).

La confianza comercial aumenta

En noviembre de 2007, el Índice de Confianza Comercial (ICCO) aumentó al alcanzar un registro de 19 puntos. De esta forma el ICCO se ubica 2 puntos por encima del registro del mes de octubre, pero 10 puntos por debajo del registro del mes de noviembre del año 2006 (Gráfico 6).

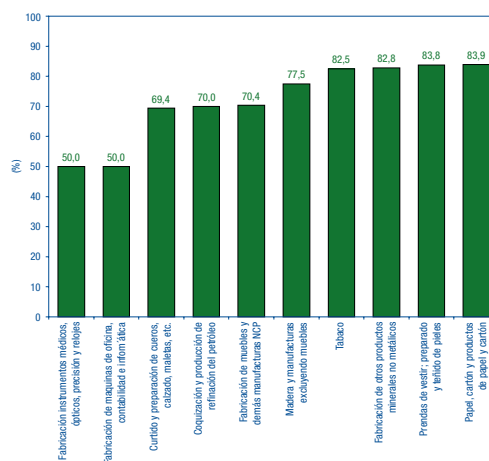
En cuanto a los componentes del ICCO (situación económica actual, situación económica durante el próximo semestre y nivel de existencias) se puede observar un comportamiento positivo de los componentes que capturan la percepción sobre la situación económica actual y el nivel de existencias, mientras que las expectativas sobre la situación económica futura muestran un leve retroceso. Al observar los balances se tiene que el 42% neto percibe la situación económica actual como buena (4 puntos mayor al registro de octubre de 2007), el 21% neto de los encuestados respondió manejar niveles altos de existencias (es decir, 8 puntos menos que el balance de octubre) y finalmente 36% neto de los comerciantes expresó que las condiciones económicas serán más favorables en el futuro (en comparación con el 41% neto que así lo había afirmado el mes inmediatamente anterior).

Gráfico 4
PORCENTAJE DE UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA (Promedio anual)



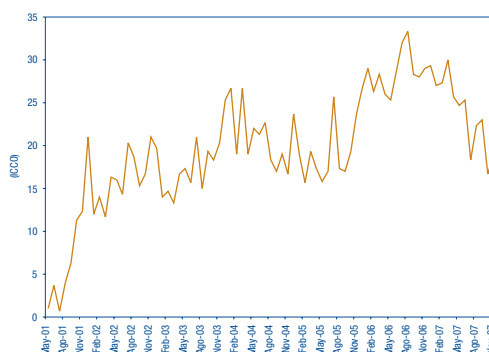
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

Gráfico 5
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA POR ACTIVIDAD PRODUCTIVA



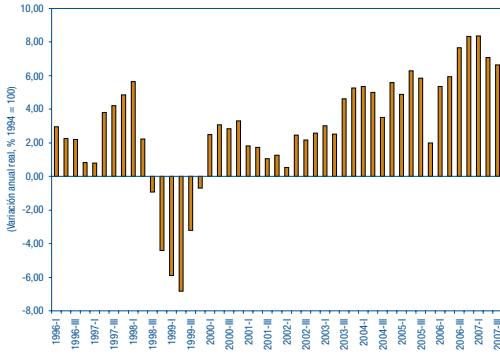
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

Gráfico 6
ÍNDICE DE CONFIANZA COMERCIAL (ICCO)



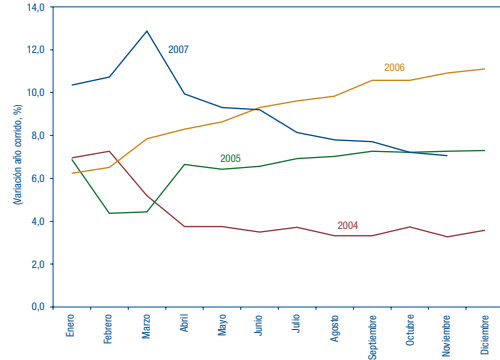
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB



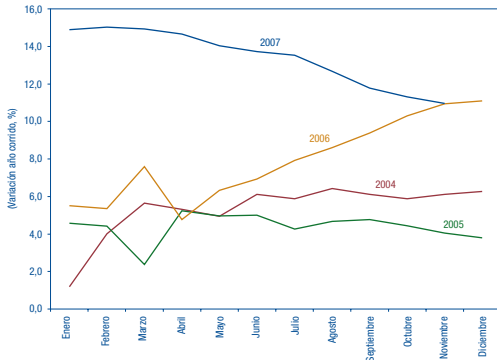
Fuente: DANE.

ÍNDICE DE COMERCIO MINORISTA SIN COMBUSTIBLE NI VEHÍCULOS



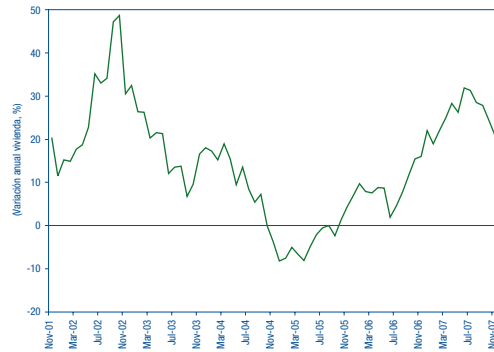
Fuente: DANE. Muestra Mensual de Comercio al por menor.

ÍNDICE DE PRODUCCIÓN REAL SIN TRILLA DE CAFÉ



Fuente: DANE. Nueva Muestra Mensual Manufacturera.

VARIACIÓN ANUAL DEL ÁREA APROBADA SEGÚN LICENCIA (vivienda)



Fuente: DANE.

PROYECCIONES PIB COLOMBIA (Crecimiento real anual, %)

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

Fuente: *Latinamerican Consensus Forecast.*