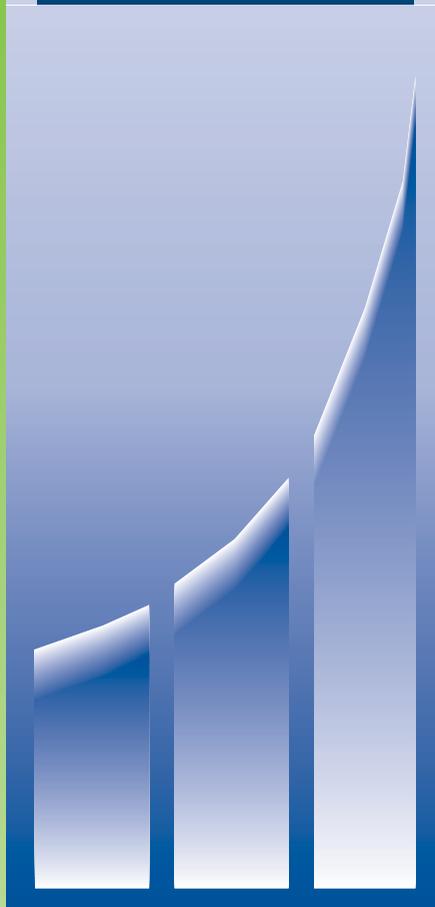


TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

1

Abril de 2002



FEDESARROLLO

Director Ejecutivo
Juan José Echavarría

Editoras
María Angélica Arbeláez
Sandra Zuluaga

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

Encuesta de Consumo

Encuesta de Opinión Empresarial

Actualidad

Indicadores Económicos

Las señales que ha dado la economía hasta el primer trimestre del año, aunque contradictorias en algunos casos, son en su mayoría bastante desalentadoras. Los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) disponibles para febrero y marzo que evidencian un deterioro de los indicadores de la actividad industrial, condujeron a Fedesarrollo a reducir su pronóstico de crecimiento del PIB para este año de 2,5% a 1,7%.

Los factores que más preocupan están relacionados con la falta de dinamismo de la demanda, con la permanencia del alto nivel de desempleo que en febrero se ubicó en 17,9% para el total nacional (20,4% para las principales trece ciudades), y con la evidente tendencia hacia la desaceleración de sectores como la industria y el comercio, según lo muestran los resultados más recientes de la EOE de Fedesarrollo.

A lo anterior se suma una actividad exportadora muy débil de productos tradicionales que se registra desde hace un año -en 2001 ésta se contrajo 22%- , y una desaceleración de las ventas de bienes no tradicionales que se viene presentando desde septiembre pasado. En particular, las exportaciones no tradicionales se han visto fuertemente afectadas por la desaceleración de la economía norteamericana, por las dificultades por las que atraviesa Venezuela, por la caída de los precios internacionales de algunos productos y por la revaluación de la tasa de cambio en el país.

Los resultados más recientes de la Encuesta de Confianza de Consumo que realiza Fedesarrollo, correspondientes al mes de marzo, corroboran que el consumo es cada vez más débil: la desconfianza de los consumidores crece, las expectativas sobre las condiciones económicas se deterioran y las condiciones para adquirir diferentes tipos de bienes se han vuelto cada vez menos propicias. La evolución de las respuestas mostró una mejoría notoria en la percepción de los consumidores hasta el primer mes de este



año, y un deterioro importante en febrero que se acentuó en el mes de marzo. Pero no solamente la tendencia de los resultados es desalentadora, sino también lo son los niveles en los que se ubican las respuestas de los consumidores encuestados: las respuestas negativas son de lejos mayores a las positivas, con balances finales altamente negativos.

Otro de los factores que es congruente con el bajo nivel de consumo es el hecho de que los agentes encuestados demandan muy pocos recursos de crédito al sector financiero (76% no lo hace), y una de las razones detrás de esto es que aún existe una percepción importante de que los intereses de los préstamos van a subir en los próximos doce meses. Esto sugiere que posiblemente los hogares consideran importante que las tasas de interés sigan bajando, para lo cual hay todavía un espacio.

La falta de dinamismo del consumo ha empezado a afectar las actividades del sector real, cuyo desempeño en lo corrido del año ha sido poco dinámico. En los meses recientes, según las encuestas de opinión de Fedesarrollo y la realizada por Fenalco, los industriales y comerciantes manifiestan que los niveles de pedidos y de ventas se han deteriorado, lo que se ha traducido en una mayor acumulación de inventarios, en una menor utilización de la capacidad instalada (la cifra de febrero de 65,9% es la más baja de los últimos doce años) y, en consecuencia, en un decaimiento de la situación económica de los establecimientos. En el mismo sentido, las expectativas de los empresarios sobre la actividad productiva y la situación económica para los próximos tres y seis meses, y aquellas de los comerciantes sobre las ventas que realizarán el mes entrante se han tornado menos favorables que las registradas a finales del año pasado.

Los datos anteriores son preocupantes y apuntan a un crecimiento muy mediocre de la economía este año. Si bien hasta febrero la demanda de energía mostraba crecimientos importantes, las cifras para la primera semana de marzo registraron una caída en el ritmo de crecimiento de esta variable.

En contraste, por el lado de la construcción, las noticias son alentadoras pues la mayor demanda de vivienda derivada del impacto positivo de las políticas

del gobierno encaminadas a recuperar el sector, y un desempeño más dinámico de los préstamos aprobados a los constructores, dan cuenta de un cambio de tendencia en esta actividad.

Por otra parte, el descenso continuo de la inflación -en marzo fue de 0,7%, la mitad de la registrada en marzo de 2001- y la reducción de las tasas de interés, en buena parte resultado de las medidas adoptada por el Banco de la República para este fin -la DTF se ubica hoy en un nivel de 10,4% e.a.-, se han constituido en condiciones propicias para un mayor crecimiento.

Finalmente, la economía norteamericana se está recuperando más rápido de lo previsto. A final del año pasado se pronosticaba una tasa de crecimiento de 0,7% y hoy en día este estimativo supera el 2%. No obstante, un aumento exagerado del precio internacional del petróleo podría contrarrestar esta tendencia. Por el momento, una profundización de la crisis venezolana mantendría vigente uno de los factores que en los últimos días llevaron a prever una crisis internacional en el mercado del crudo.

Con todo, la coyuntura de aumento reciente de los precios del petróleo tendrá un impacto positivo en las economías exportadoras en la región. En particular, el incremento del precio internacional a cerca de 24 dólares por barril ayudará a neutralizar las señales recesivas y devaluacionistas de la economía venezolana.

Desde la perspectiva interna, el efecto de la mayor cotización internacional del crudo será positivo, pues le convendrá especialmente a las finanzas públicas, aunque no en grandes magnitudes ya que se presenta precisamente en un año en el que se prevé una caída importante tanto en el volumen de producción como en las exportaciones del energético.

La encuesta

El comportamiento del consumidor y su impacto sobre la actividad económica es un aspecto que suscita gran interés entre analistas y ejecutores de política económica y, en general, entre todos aquellos que buscan una explicación para los fenómenos que influyen sobre los mercados y la evolución futura de las economías.

En respuesta al gran número de opiniones sobre el comportamiento de los consumidores, sus expectativas, creencias y formas de influir sobre la dirección de la economía, en las últimas décadas han surgido encuestas que buscan encontrar los vasos comunicantes entre la actitud de un consumidor y las principales variables económicas. En Estados Unidos las encuestas más conocidas sobre las actitudes de los consumidores han dado lugar a la creación del Índice del Sentimiento del Consumidor de la Universidad de Michigan y al Índice de Confianza del Consumidor del *Conference Board*. Este tipo de encuestas se aplican también en varios países de Europa, Canadá, Japón y Taiwán.

Fedesarrollo elaboró en noviembre de 2001 la primera encuesta conocida en el país con esas características, con el propósito de construir un Índice de Confianza del Consumidor para Colombia. La encuesta se hace en promedio a 600 personas de las cinco principales ciudades del país, cubre todos los estratos sociales, tanto mujeres como hombres, y se concentra en un rango de edades entre 25 a 44 años, que son las edades más productivas en términos de consumo y ahorro.

Las preguntas que contiene la encuesta están fundamentalmente orientadas a determinar, en un momento del tiempo, cómo los consumidores ven la situación financiera de su hogar, cómo perciben la economía en general y cuáles son sus expectativas sobre las condiciones económicas. Se pregunta también sobre sus decisiones de compra y sobre las perspectivas de la evolución de algunas variables macroeconómicas que podrían alterar dichas decisiones.

Los resultados de la encuesta confirman que la crisis económica de finales de los noventa produjo un consumidor cauto y conservador a la hora de tomar decisiones de compra. Estas características se explican por una limitada disponibilidad de recursos, por una capacidad de ahorro muy baja y por una fuerte aversión al endeudamiento. Por otra parte, el alto desempleo y el temor a perderlo para quienes lo tienen, sumado a la incertidumbre sobre el futuro del país, indudablemente están afectando en forma determinante el comportamiento de los consumidores.

Confianza del consumidor, ICC

El índice de confianza del consumidor captura la percepción que tienen los hogares sobre su situación económica, sobre las condiciones económicas del país en general y sobre el nexo entre éstas y su ámbito económico propio. Incorpora simultáneamente percepciones sobre los doce meses anteriores y sobre los entrantes,

lo que sugiere que la confianza expresada en cada momento del tiempo está influenciada tanto por el pasado como por el futuro.

Los resultados al mes de marzo del ICC reflejan dos aspectos preocupantes en cuanto al nivel y a la tendencia de las respuestas. En el primer caso, se resalta el hecho de que los niveles de confianza de los consumidores son muy bajos, situación que se evidencia con los balances altamente negativos de las respuestas. En el segundo caso, la tendencia refleja un deterioro marcado en los últimos dos meses con balances cada vez más negativos, una prueba de que la desconfianza del consumidor se ha incrementado en forma paulatina.

En el gráfico 1 se aprecia que en noviembre de 2001 el ICC fue de -17,7, en enero se recuperó y alcanzó un balance de -6 y en marzo volvió de nuevo a caer a -20,5. La diferencia entre los valores de estos dos últimos datos refleja un aumento sustancial del porcentaje de quienes no tienen confianza para consumir y una reducción de los consumidores que sí la tienen. Analizando los componentes del índice, se observa que la pérdida de la confianza se ha visto influenciada por el deterioro de la situación económica de los hogares con respecto a hace un año, y por expectativas menos favorables sobre las condiciones económicas futuras (vistas 12 meses adelante).

Expectativas económicas, IEC

La afirmación anterior es corroborada por el índice de expectativas económicas (IEC), el cual se compone de la percepción sobre el futuro de la situación económica de los hogares y de las condiciones económicas del país. El gráfico 2 muestra una caída de 16 puntos en el balance de respuestas de los consumidores desde enero hasta marzo pasado, incluso habiendo pasado de una cifra positiva de 3,5 a una negativa de 13. Esto valores evidencian que son ahora más los encuestados pesimistas que los optimistas, una situación contraria a la observada dos meses atrás.

Más desempleo

Las percepciones sobre las condiciones económicas del país en general no son buenas, y han empeorado. En efecto, en marzo 50% de los encuestados consideró que vienen malos tiempos económicamente y 25% que las condiciones económicas del país en los próximos doce meses serán peores que en ese mes. El pesimismo sobre estos temas tiene en parte sus orígenes en el elevado nivel de desempleo del país y en la percepción de los consumidores de que este flagelo seguirá aumentando. Según lo confirmó 59% de ellos en marzo, en los próximos doce meses habrá más desempleo, frente a sólo un 16% que consideró que éste será inferior (Gráfico 3).

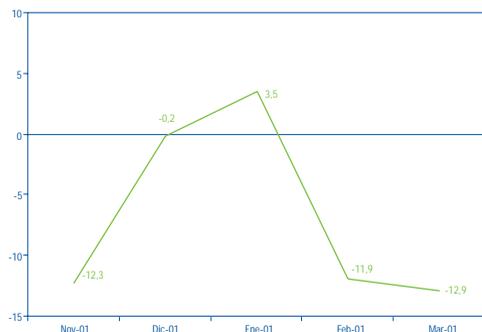
En el mismo sentido, la encuesta social de Fedesarrollo realizada en el mes de noviembre mostró que dos de los principales obstáculos para el consumo de los hogares son el desempleo y la inestabilidad laboral.

Gráfico 1.
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR (ICC)



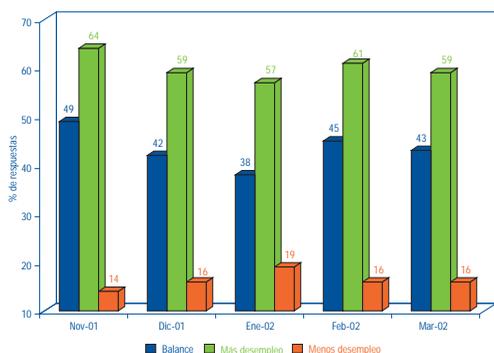
Nota: los índices son construidos con base en el promedio de los balances de respuestas de algunas preguntas seleccionadas.
Fuente: Encuesta de Consumo, Fedesarrollo.

Gráfico 2.
ÍNDICE DE EXPECTATIVAS ECONÓMICAS DE LOS CONSUMIDORES (IEC)



Fuente: Encuesta de Consumo, Fedesarrollo.

Gráfico 3.
¿CREE USTED QUE DURANTE LOS PRÓXIMOS DOCE MESES VA A HABER MÁS DESEMPLEO QUE HOY EN DÍA?



Fuente: Encuesta de Consumo, Fedesarrollo.

Condiciones económicas para consumir, ICE

Los consumidores perciben que las condiciones económicas actuales no son favorables para consumir y esta consideración se ha deteriorado en forma marcada en los dos meses más recientes.

Las condiciones actuales para consumir se capturan a través del índice de condiciones económicas (ICE), que conjuga la percepción sobre la situación económica del hogar y aquella sobre las condiciones actuales para adquirir cierto tipo de bienes. De acuerdo con el gráfico 4, los balances del ICE son altamente negativos y se han duplicado en dos meses (-14 en enero y -32 en marzo), debido al fuerte deterioro de la situación financiera del hogar y a que el momento para comprar bienes no es adecuado. En marzo pasado, 53% de los encuestados consideró que a su hogar le estaba yendo peor que hace un año, frente a sólo 16% que señaló que le iba mejor.

Condiciones desfavorables para comprar bienes

Los consumidores no le otorgan, sin embargo, el mismo tratamiento a la compra de diferentes tipos de bienes. La encuesta indaga sobre las condiciones para comprar bienes duraderos como vivienda y vehículos, y otros artículos cuyo gasto es más recurrente como electrodomésticos y muebles. En general, la mayoría de los consumidores señala que este es un mal momento para comprar vehículos y los demás artículos, y en el caso de la vivienda se estima que las condiciones son mejores pese al fuerte deterioro de esta respuesta en el mes de marzo. Los balances en los primeros dos grupos son altamente negativos (especialmente en el caso de los vehículos cuya cifra en marzo fue de -56%) con una tendencia notoria a aumentar en los últimos dos meses. En cuanto a la vivienda, aunque hay un porcentaje importante que juzga como buenas las condiciones para comprar, aún más de la mitad, 51% de los consumidores, considera que el momento es malo (Gráfico 5). El balance en marzo fue de -6%, la primera cifra negativa registrada desde que se lleva a cabo la encuesta.

Los resultados sobre la vivienda sugieren que la política de incentivos tributarios para el sector que el Gobierno adoptó recientemente ha tenido el efecto positivo esperado sobre la demanda. Las medidas del gobierno encaminadas a reformar el sistema de crédito hipotecario y a apoyar el sector han despertado el interés de los consumidores en este tipo de activos. Esta percepción es congruente con el buen desempeño reciente del sector de construcción en general, y específicamente de la vivienda en todos los estratos. Sin embargo, sobresale el mayor pesimismo de los consumidores en el mes de marzo, y es posible que se explique por una mayor incertidumbre ante la escalada terrorista y, también, porque en la memoria de los encuestados persiste la imagen de todos aquellos que perdieron sus viviendas en los años recientes al incumplir sus obligaciones hipotecarias con las entidades del sistema financiero.

La demanda de crédito es baja y hay expectativas de aumento de las tasas de interés

Otra de las señales que sugiere que actualmente y en el pasado reciente las intenciones de consumo son cada vez más débiles, es el hecho de que los consumidores no están solicitando crédito. En efecto, desde el mes de noviembre se observa que en cerca de 75% de los hogares encuestados ninguna persona del núcleo familiar ha solicitado un préstamo en alguna entidad financiera, y en un 60% de ellos no lo han hecho tampoco a un conocido,

familiar o amigo. Sólo 24% de ellos confirmó en marzo haber solicitado fondos a una entidad crediticia, y un 40% acudió al sistema informal de recursos (Gráfico 6). Llama la atención el hecho de que es superior el porcentaje de personas que ha solicitado un préstamo a un familiar, amigo o conocido, una demanda que además ha aumentado ligeramente. Esto sugiere una relativa "informalidad" del mercado del crédito, una característica común después de las crisis financieras.

Una de las razones que explica este comportamiento es la percepción que tienen los consumidores de que las tasas de interés de los préstamos subirán en los próximos doce meses, a pesar de la tendencia hacia la baja que ha mostrado esta variable. De hecho, así lo confirmó en marzo 41% de los encuestados, mientras sólo 24% manifestó que bajarán (Gráfico 7). No obstante, el mes pasado se registró un aumento importante en la percepción de que los intereses bajarán, lo que probablemente responde a la reducción de las tasas de interés en los últimos meses y a las medidas tomadas por el Banco de la República para cumplir este propósito.

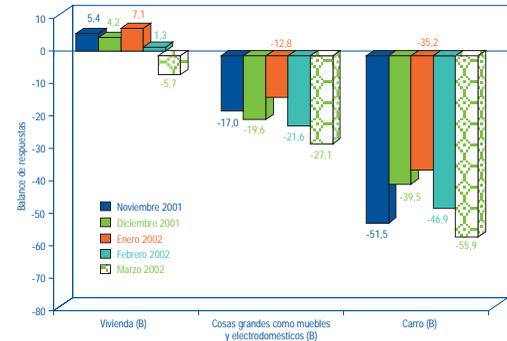
Finalmente, la falta de incentivos para consumir se confirma con el hecho de que 85% de los encuestados consideró en marzo que con sus ingresos y gastos no le es posible ahorrar, una cifra que ha sido creciente en los últimos cinco meses (casi 5 puntos por encima de la de noviembre pasado).

Gráfico 4.
ÍNDICE DE CONDICIONES ECONÓMICAS (ICC)



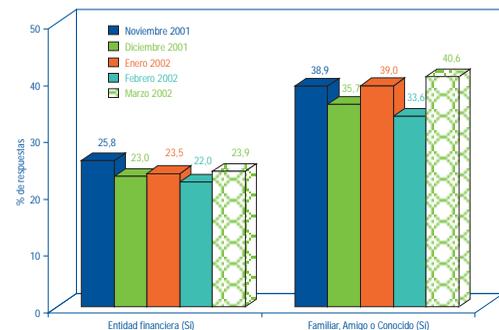
Fuente: Encuesta de Consumo, Fedesarrollo.

Gráfico 5.
CONDICIONES PARA COMPRAR CIERTO TIPO DE ARTÍCULOS



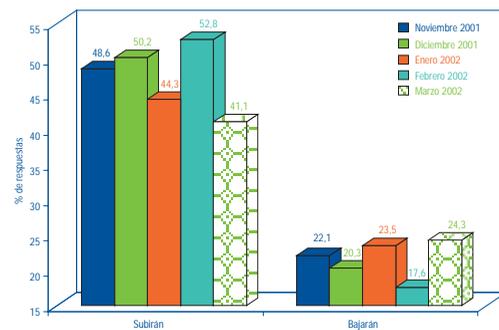
Fuente: Encuesta de Consumo, Fedesarrollo.

Gráfico 6.
¿EN LOS ÚLTIMOS DOCE MESES HA SOLICITADO ALGÚN PRÉSTAMO?



Fuente: Encuesta de Consumo, Fedesarrollo.

Gráfico 7.
EVOLUCIÓN DE LOS INTERESES DE LOS PRÉSTAMOS DURANTE LOS PRÓXIMOS DOCE MESES



Fuente: Encuesta de Consumo, Fedesarrollo.

Marzo cerró un mal trimestre

A pesar de que desde septiembre de 2001 hasta enero pasado la situación económica de la industria mostró una mejora sostenida en la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo (EOE), los datos de febrero y las cifras preliminares de marzo muestran un claro deterioro en esta variable (Gráfico 1).

Este resultado es acorde con la caída que se observa en la actividad productiva, pues el porcentaje de empresarios que considera que su actividad productiva fue más débil aumentó de 27% en febrero a 35% en marzo, lo cual es otro indicador de desaceleración de la producción.

La información trimestral sobre nivel de utilización de la capacidad instalada muestra una reducción entre noviembre de 2001 y febrero de 2002 al pasar de 68,6% a 66,1%. Aún quitando el componente cíclico de esta variable, desde noviembre de 2000 se ha registrado una caída en el nivel de utilización de la capacidad instalada que no pudo recuperarse durante el año pasado y cuya tendencia apenas se modificó temporalmente a finales de 2001 para volver a caer este año (Gráfico 2).

La caída en la utilización de la capacidad instalada no ha afectado por igual a todos los sectores. Se destaca especialmente el sector de alimentos que, si bien ha registrado un nivel de utilización superior al promedio desde 1998, en febrero mostró una reducción en esta variable para ubicarse en un nivel de 71,2%. Otros sectores que registraron reducciones en esta variable fueron producción de bebidas (60%), confecciones (64,1%) y cuero y sus manufacturas (63,1%), los cuales mostraron resultados por debajo del que arrojó el promedio de la industria. En los tres casos el debilitamiento de la demanda externa, derivado en su mayor parte de la combinación de la recesión de Estados Unidos y la incertidumbre generada por los ataques terroristas de septiembre, parecen tener mucho que ver en la decisión de estas industrias pues hasta noviembre de 2001 registraban aumentos en la utilización de su capacidad productiva.

En contraste, los sectores que se ubican por encima del promedio industrial en este indicador son el sector textil, que registró en febrero un leve aumento en su utilización de capacidad (71,7%), así como los sectores de madera y sus manufacturas (70,6%) y vidrio, porcelana y loza (75,8%). En el desempeño de estos dos últimos al igual que en el de cemento, que pasó de 58,2% a 62,5%, se está empezando a evidenciar el impacto de la reactivación del sector de la construcción. Igualmente, el sector de equipo y material de transporte, si bien no superó al promedio de la industria, si está exhibiendo un aumento sostenido en la utilización de capacidad al pasar de 60,3% en agosto a 65,9% en febrero pasado.

Como se mencionó, el número de industriales que considera que su situación económica es mala aumentó tanto en febrero como en marzo, lo cual hace evidente que se detuvo la tendencia de recuperación que se había iniciado en septiembre del año

Gráfico 1.
SITUACIÓN ECONÓMICA DE LA INDUSTRIA
(Nivel nacional)



Nota: datos preliminares para marzo.

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

Gráfico 2.
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA EN LA INDUSTRIA
(Serie desestacionalizada)



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

pasado. La percepción del deterioro de la situación económica de las empresas es acorde con una actividad productiva más débil y con una reducción sustancial de los pedidos.

El creciente número de empresarios que señala que su nivel actual de pedidos fue bajo tanto en febrero como en marzo, permite concluir que el repunte de la actividad industrial de finales de año estuvo estrechamente relacionado con el componente cíclico generado por la temporada de diciembre. Los datos también muestran que la merma en los pedidos afectó a empresas de todos los tamaños, pero de manera mucho más drástica a las no exportadoras.

Tal y como lo han venido haciendo a lo largo de esta crisis, los empresarios han adoptado estrategias para reducir su producción lo suficiente como para evitar problemas derivados de un excesivo nivel de inventarios. En efecto, el porcentaje de em-

presarios que considera que su capacidad instalada es más que suficiente frente a su volumen de pedidos ha venido aumentando durante los dos últimos meses al pasar de 53% en enero a 55% en febrero y a 60% en los datos preliminares de marzo.

En consecuencia, la falta de pedidos se reflejó apenas en pequeños aumentos de existencias en las bodegas de los industriales. Estas se acumularon más en las empresas medianas y grandes (con ventas superiores a los \$10.000 millones anuales) no exportadoras.

Optimismo en medio de la incertidumbre

A pesar de que la opinión de los empresarios sobre los principales indicadores que caracterizan el desempeño de su actividad se ha tornado negativa en los últimos meses, parecería que ellos esperan un cambio de las condiciones en el futuro cercano.

Las respuestas de los industriales sobre las expectativas que tienen sobre la evolución de su actividad en los próximos meses evidencian un cambio de tendencia probablemente inducido por la perspectiva de las elecciones presidenciales. En efecto, las expectativas de los empresarios encuestados sobre la producción para los próximos tres meses y sobre la situación económica en los próximos seis meses mejoraron ligeramente en marzo.

Sin embargo, su visión de más largo plazo sí refleja el efecto de la incertidumbre generada principalmente por el rompimiento del proceso de paz y la escalada terrorista, pues el porcentaje de empresarios que considera que las condiciones socio-políticas para la inversión son desfavorables se incrementó a 79% en febrero pasado, después de que en noviembre de 2001 se había reducido a 72%. Igualmente, aumentó el número de empresarios que ve condiciones económicas desfavorables para la inversión al pasar de 54% en noviembre de 2001 a 58% en febrero pasado (Gráfico 3).

La demanda no reacciona

El débil desempeño de la demanda sigue siendo la principal causa de la evolución de la actividad industrial. Si bien las ventas reales del comercio crecieron 3,7% en 2001, este incremento sólo fue ligeramente mayor al 3,4% registrado en 2000.

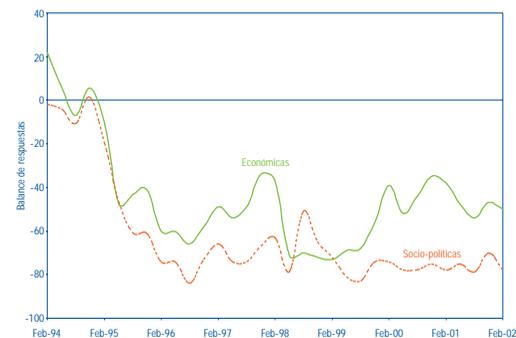
2002 se inició con buenas perspectivas en el comercio. La EOE de Fedesarrollo mostró hasta febrero un aumento sostenido de la actividad de este sector. No obstante, los datos preliminares de marzo señalan una reversión de esta tendencia, excepto para el sector de venta de vehículos que, según datos de Fenalco, aumentó sus ventas en unidades en 27,8% en el trimestre.

Si bien el crecimiento de la cartera de consumo indicaría una señal contraria respecto a la debilidad de la demanda, no debe olvidarse que esta variable se está recuperando desde niveles

muy bajos. La Encuesta Social de Fedesarrollo continúa mostrando una clara prevención de las familias frente al endeudamiento, por lo cual esta tendencia reciente del crédito de consumo puede ser el resultado principalmente de una agresiva estrategia de algunos intermediarios financieros, más que de una preferencia generalizada entre el público (Gráfico 4).

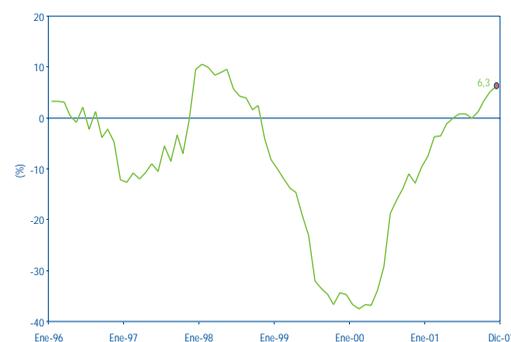
La proyección de crecimiento del PIB de Fedesarrollo para el primer trimestre está entre 1,5% y 2,0%, nivel ligeramente superior al registrado en marzo del año pasado (1,6%) y muy similar al de marzo de 2000 (2,4%). El bajo dinamismo de la actividad productiva y comercial que muestran las EOE llevaron a Fedesarrollo a reducir su pronóstico de crecimiento para el año de 2,5% a un nivel de 1,7%. Resultado muy mediocre pues prácticamente sería igual al que se alcanzó el año pasado cuando la economía creció 1,67% y no se acerca ni siquiera a la cifra de crecimiento de 2,8% que se registró en 2000.

Gráfico 3.
CONDICIONES PARA LA INVERSIÓN



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

Gráfico 4
CRECIMIENTO ANUAL DE LA CARTERA DE CONSUMO*
(Total sistema financiero)



* Cartera neta de provisiones, total sistema financiero no incluye IOE's ni cooperativas.

Fuente: Superintendencia Bancaria últimos datos disponibles, cálculos de Fedesarrollo.

El Mercado Cambiario en 2002

Siguiendo la tendencia de los últimos meses de 2001, la tasa de cambio frente al dólar ha seguido reduciéndose alcanzando una revaluación en lo corrido del año de cerca de 1,2%. El debilitamiento del dólar ha sido ocasionado por un exceso de oferta de divisas, frente a una demanda que no aumenta en la misma proporción.

No obstante, Fedesarrollo considera que la revaluación es un fenómeno transitorio, que a lo largo del año se verá neutralizado por el comportamiento de los factores fundamentales que determinan la tasa de cambio de mediano y largo plazo. Sobre esta base, se proyecta una devaluación nominal fin de año de 9%, y una cifra promedio de 7,8%.

La revaluación de los últimos meses

Desde el último trimestre de 2001 se inició un proceso de revaluación de la tasa de cambio, en particular como consecuencia de los anuncios del Gobierno sobre la monetización de una suma importante de divisas (cerca de US\$900 millones de dólares) originados en el ingreso al país de recursos del FAEP, en la necesidad de cubrir mayores gastos del Gobierno y en un mayor cupo de la Tesorería. Esto generó expectativas de apreciación del peso, que en efecto se materializaron en una reducción de la tasa de cambio nominal. Los ingresos anunciados, sin embargo, no se produjeron sino en una fracción.

El año 2002 también empezó con una revaluación de la tasa de cambio nominal, una tendencia contraria al comportamiento observado en años anteriores, puesto que los periodos de finales de 1998 y enero de 1999, y los mismos meses de 1999-2000 y 2000-2001, se habían caracterizado por una devaluación del tipo de cambio. Este último aspecto pudo sin duda influir en que los agentes conservaran posiciones importantes en dólares al finalizar el año pasado.

La revaluación de los meses recientes se produjo por el efecto combinado de varios factores, entre los que se destacan las acciones de tipo especulativo por parte de entidades financieras en el mercado de divisas. Estas últimas han intervenido en forma permanente en el mercado reduciendo sus posiciones en dólares, ya sea por el temor de producir pérdidas como sucedió a principios del año ante el anuncio de la prórroga de la zona de distensión, o buscando generar ganancias cuando se han presentado aumentos marginales de la tasa de cambio, tal y como ha sucedido en las últimas semanas. Con acciones consecutivas de esta índole, estos grandes operadores han incrementado en forma notoria y permanente la oferta de dólares en el mercado.

Por otra parte, analizando el comportamiento de la balanza de pagos se observa que la sobreoferta de dólares ha sido el resultado conjunto de una entrada de divisas por concepto de servicios y transferencias, y de menores niveles de pre-pago de la deuda externa debido a las expectativas revaluacionistas y a la contratación de nuevos créditos por parte del sector privado. A lo anterior se han sumado otros factores como la participación en el mercado de los fondos de pensiones, que han tenido gran incidencia a través de compras y ventas de contratos *forward*, y el reintegro de recursos por parte de Ecopetrol.

Sin embargo, Fedesarrollo estima que el mercado cambiario se estabilizará en los meses que vienen. En parte esto se explica por el hecho de que las intervenciones en el mercado por parte de entidades o empresas públicas son transitorios y de montos no muy elevados, y en parte porque es previsible que las posiciones en dólares de los agentes que hoy están moviendo el mercado en forma importante se vayan reduciendo. Con esto, se verá mermado su poder de neutralizar los pequeños cambios que se presentan en la cotización de la divisa y éstos podrán consolidarse en forma más permanente.

Por otra parte, las autoridades cuentan con la capacidad de estabilizar el mercado cuando se requiera: primero, el Ministerio de Hacienda tiene sumas importantes de recursos en el exterior (buena parte de ellos originados en la prefinanciación del déficit de este año), y es previsible que monetizará lo estrictamente necesario para su operación, sin inundar de dólares el mercado; segundo, el Banco de la República puede jugar un papel crucial en el mercado a través de las opciones *put* ofrecidas para efectos de la acumulación de reservas internacionales, pudiendo ampliar el cupo de las mismas.

Finalmente, el repunte de la tasa de interés externa y el diferencial frente a la tasa doméstica, podrá ser un factor que estimule el aumento de la tasa de cambio en los próximos meses. La tasa Libor a seis meses, que se ubicó en un nivel de 2% en los primeros meses del año, aumentó a 2,3% en las últimas semanas, una situación consistente con la recuperación de la economía norteamericana. Contrariamente, las tasas de interés domésticas vienen cayendo en forma paulatina (la semana anterior la DTF se ubicó en 10,4% E.A.) como resultado del comportamiento hacia la baja de la inflación, de la amplia liquidez en el mercado y de la decisión explícita del Banco de la República de reducir las tasas de intervención en 75 puntos básicos. La diferencia en el comportamiento de las tasas de interés interna y externa, e incluso las expectativas de una mayor reducción de las tasas domésticas tras el resultado de la inflación del mes de marzo,

serán factores que presionen hacia una mayor demanda de divisas para realizar inversiones en el exterior y a la vez hacia una disminución en los montos de dólares que están siendo transferidos al país.

La tasa de cambio en el mediano plazo

En el más largo plazo las condiciones fundamentales de la economía entran a jugar un papel crucial, y allí aparecen las razones para explicar la devaluación. En primer término, habrá un deterioro de la balanza comercial; segundo, el flujo de capitales hacia el país será inferior (públicos, privados y provenientes de inversión extranjera); y tercero, se mantendrá una inversión doméstica importante en títulos de deuda externa especialmente por parte de los fondos de pensiones, lo que estimulará la demanda de divisas en el mercado.

En materia de flujos de capital, las condiciones actuales del conflicto, la necesidad de un mayor gasto por parte del Gobierno y la demora en la adopción de la reforma pensional, harán más difícil y costoso para el Gobierno conseguir recursos en el exterior para su financiamiento. En particular, se perciben dificultades para que el Gobierno logre completar la financiación externa de 2002, y especialmente para prefinanciar parte el déficit de 2003 con recursos externos. En efecto, la percepción por parte de inversionistas internacionales sobre la economía colombiana se ha deteriorado. Prueba de ello es la decisión adoptada por la agencia calificadora internacional Moody's de cambiar el *outlook* de Estable a Negativo para la calificación de la deuda soberana denominada en moneda extranjera y en moneda nacional. Detrás de esta revisión, primaron factores como la ruptura del proceso de paz y la necesidad de corregir de manera estructural el déficit fiscal.

En cuanto a la balanza comercial, Fedesarrollo estima que ésta registrará este año un superávit menor al obtenido en 2001 de entre 300 y 400 millones de dólares. Aún cuando se estima que las exportaciones crecerán, pero a un menor ritmo que las importaciones.

El crecimiento positivo de las exportaciones a lo largo del año se justifica en la medida en que se asume que no habrá una maxidevaluación en Venezuela en el corto plazo, incluso en las actuales condiciones de crisis política que enfrenta dicho país. Además, el aumento en el precio del petróleo aleja, por lo menos temporalmente, la probabilidad de que haya problemas cambiarios serios en el país vecino, a la vez que reduce los riesgos de otras economías como la ecuatoriana. Por otra parte, las cifras de exportaciones incorporan la recuperación de la economía norteamericana.

A pesar de la enorme incertidumbre que rodea al país, los hechos de hoy apuntan a una devaluación nominal e incluso real, cuya magnitud dependerá del desarrollo de los acontecimientos mencionados. En cualquier caso, no hay razones para pensar que la revaluación de la tasa de cambio persistirá por mucho tiempo.

El sector real, el más golpeado

La actividad exportadora se ha visto afectada por la revaluación real de la tasa de cambio (Gráfico 1), además de la desaceleración de sus principales socios comerciales, Estados Unidos y Venezuela.

Prueba de ello es la menor dinámica de las ventas de productos no tradicionales que se registra desde el mes de noviembre, en especial hacia la Comunidad Andina y hacia Estados Unidos. Las exportaciones totales en los primeros dos meses del año registraron una caída de 4% comparado con el mismo período de 2001, en la cual las exportaciones tradicionales cayeron 16% y las ventas no tradicionales aumentaron 6,5%, una cifra baja comparada con los valores registrados en el primer semestre del año pasado (Gráfico 2).

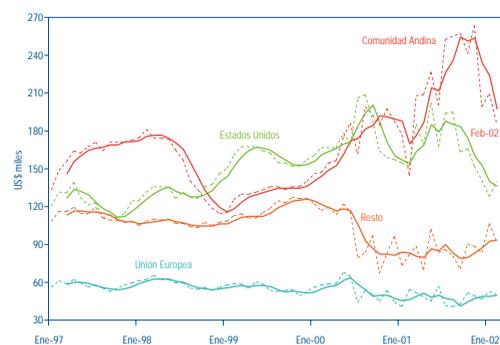
En estas condiciones, el efecto positivo del petróleo y la mayor dinámica de Estados Unidos no tendrán el impacto esperado sobre las exportaciones si la tasa de cambio no reacciona en los meses que vienen.

Gráfico 1.
TASA DE CAMBIO REAL
(1994 = 100)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 2.
EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES NO TRADICIONALES



Fuente: DANE, cálculos de Fedesarrollo; la línea gruesa indica el promedio móvil 3 meses para las 2 series.

Sector real

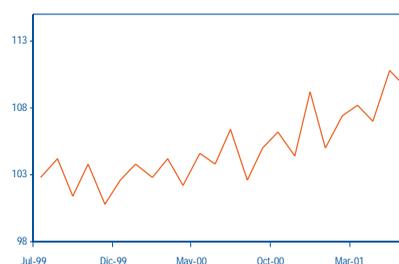
ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
(Mensual, diciembre de 2001)



Fuente: DANE.

Fecha	IPI	VM* (%)	VMA* (%)
Dato actual (diciembre 2001)	107,9	-9,4	-1,5
Dato anterior (noviembre 2001)	119,1	0,7	-5,0

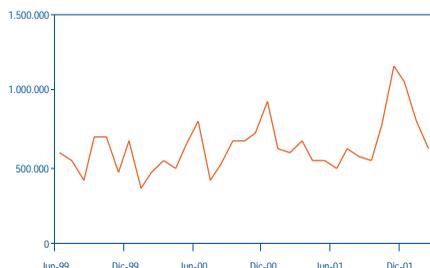
ÍNDICE DE COMERCIO AL POR MENOR
(Mensual, diciembre de 2001)



Fuente: DANE.

Fecha	ICP	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (diciembre 2001)	168,3	58,4	5,3
Dato anterior (noviembre 2001)	106,3	-0,8	6,1

LICENCIAS PARA CONSTRUCCIÓN
(Metros cuadrados, febrero de 2002)

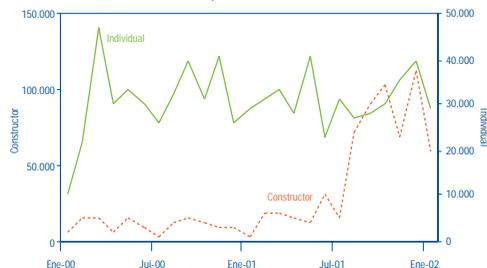


Fuente: DANE.

Fecha	Licencias para construcción	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (febrero 2002)	811.429	-22,8	29,6
Dato anterior (enero 2002)	613.586	-9,6	12,0

Fecha	Producción de cemento (Ton)	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (diciembre 2001)	595.277	10,6	-3,3
Dato anterior (noviembre 2001)	538.428	-5,9	-7,0

PRÉSTAMOS APROBADOS
(Millones de pesos, enero de 2002)



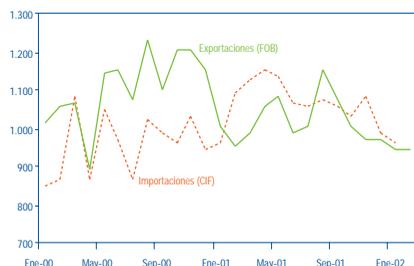
Fuente: Icavi.

Fecha	Constructor	VM (%)	VAC* (%)
Dato actual (enero 2002)	59.984	-46,2	-59,6
Dato anterior (diciembre 2001)	111.530	59,7	337,7

Fecha	Individual	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (enero 2002)	28.809	-26,6	0,06
Dato anterior (diciembre 2001)	39.260	10,5	2,3

Sector externo

COMERCIO EXTERIOR
(Millones de dólares)



Fuente: DANE.

Fecha	Importaciones	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (enero 2002)	965	-2,3	0,5
Dato anterior (diciembre 2001)	988	-9,1	11,6

Fecha	Exportaciones	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (febrero 2002)	943	0,3	-3,7
Dato anterior (enero 2002)	941	-2,9	-6,3

Fecha	Balanza comercial	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (enero 2002)	-24	27,6	-155,6
Dato anterior (diciembre 2001)	-19	-84,2	-132,7

Situación fiscal

OPERACIONES EFECTIVAS DEL GOBIERNO CENTRAL
(Miles de millones de pesos, diciembre de 2001)



Fuente: DANE.

Fecha	Ingresos	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (diciembre 2001)	1.845	10,2	24,3
Dato anterior (noviembre 2001)	2.365	32,0	25,4

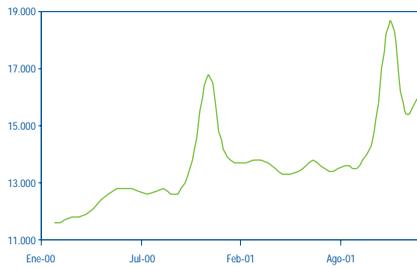
Fecha	Egresos	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (diciembre 2001)	4.921	10,7	11,1
Dato anterior (noviembre 2001)	3.580	34,8	19,5

Fecha	Déficit/superávit	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (diciembre 2001)	-3.076	10,9	4,7
Dato anterior (noviembre 2001)	-1.215	40,6	2,2

Situación monetaria

12

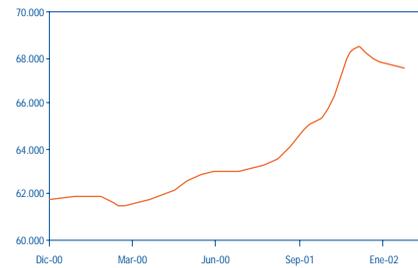
M1 (Efectivo + Cuenta Corriente)
(Miles de millones de pesos, febrero de 2002)



Fuente: Banco de la República.

Fecha	M1	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (febrero 2002)	16.053	16,9	36,2
Dato anterior (enero 2002)	15.465	8,6	8,6

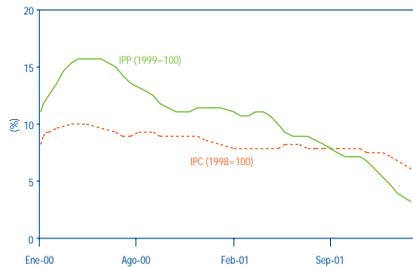
M3 (Medios de Pago Ampliados + Bonos)
(Miles de millones de pesos, febrero de 2002)



Fuente: Banco de la República.

Fecha	M3	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (febrero 2002)	67.558	9,1	9,2
Dato anterior (enero 2002)	67.750	9,4	9,4

INFLACIÓN
(Variación porcentual anual, marzo de 2002)

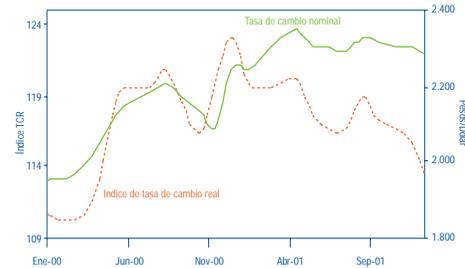


Fuente: Banco de la República.

Fecha (IPC)	VM (%)	VMA (%)	VAC (%)	VA* (%)
Dato actual (marzo 2002)	0,3	5,9	6,6	10,7
Dato anterior (febrero 2002)	1,3	6,7	7,0	8,7

Fecha (IPP)	VM (%)	VMA (%)	VAC (%)	VA (%)
Dato actual (marzo 2002)	5,0	3,30	4,2	4,3
Dato anterior (febrero 2002)	0,3	3,97	4,7	5,8

TASAS DE CAMBIO
(Mensual)

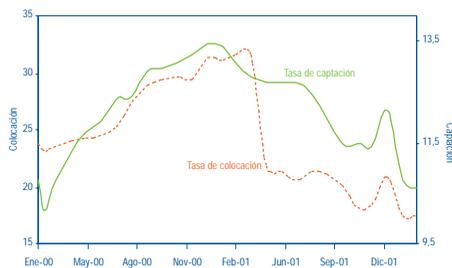


Fuente: Banco de la República.

Fecha	Tasa de cambio real	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (febrero 2002)	110,05	-8,2	-8,2
Dato anterior (enero 2002)	112,97	-8,2	-8,2

Fecha	Tasa de cambio nominal	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (marzo 2002)	2.282	1,93	1,19
Dato anterior (febrero 2002)	2.287	0,16	1,71

TASAS DE INTERÉS
(Efectiva anual, marzo de 2002)



Fuente: Banco de la República.

Tasas de interés nominales	Marzo 2001	Febrero 2002	Marzo 2002
Captación	13,1	10,8	10,6
Colocación	31,6	17,5	17,6

Tasas de interés reales	Marzo 2001	Febrero 2002	Marzo 2002
Captación	4,9	3,8	4,5
Colocación	22,1	10,1	11,2

PROYECCIONES DE FEDESARROLLO

Fecha	IPI ¹	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (diciembre 2001)	107,9	-9,4	-1,5
Proyección (enero 2002)	97,1	-1,6	-10,0

Fecha	Comercio ²	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (diciembre 2001)	168,28	58,4	5,3
Proyección (enero 2002)	97,9	-41,8	3,9

Fecha	Construcción ³	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (diciembre 2001)	892.331,12	8,6	10,8
Proyección (marzo 2002)	845.809,92	-5,2	8,7

¹ Índice de Producción Industrial, DANE.

² Índice de comercio al por menor, sin combustibles, DANE.

³ PIB de la construcción DANE.

Fuente: DANE y Fedesarrollo.

* Nota metodológica

VM: Variación mensual, mes actual frente al mes anterior.

VMA: Variación mensual anual, mes actual frente a igual mes del año anterior.

VAC: Variación acumulada, información en lo corrido del año hasta el mes actual frente a igual periodo del año anterior.

VA: Variación acumulada anual a 12 meses.