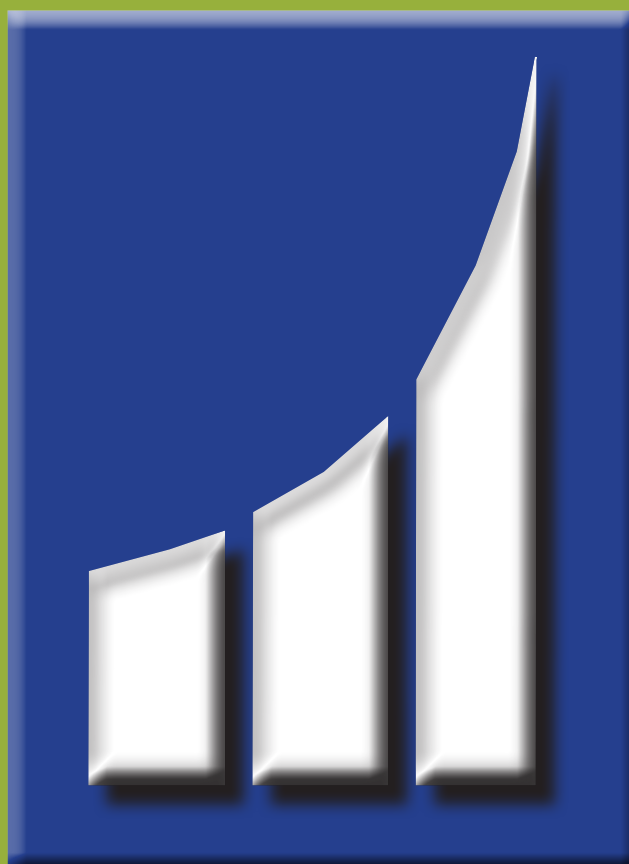


TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

82

Febrero de 2009



Editorial: Los retos de política monetaria

Actualidad: Regulación financiera y provisiones contracíclicas

Encuesta de Opinión Financiera

Encuesta de Opinión del Consumidor

Encuesta de Opinión Empresarial

Indicadores Económicos

FEDESARROLLO

Calle 78 No. 9-91

Tel.: 325 9777

Fax: 325 9770

A.A.: 75074

E-mail: administrator@fedesarrollo.org.co

<http://www.fedesarrollo.org.co>

Bogotá, D.C., Colombia

Tarifa Postal Reducida

Resolución No. 0930 de diciembre 11 de 1996
permiso No. 1068

Director ejecutivo

Roberto Steiner S.

Director adjunto

Mauricio Santa María S.

TENDENCIA ECONÓMICA**Editora**

Camila Pérez M.

Investigadores

Julián Márquez A.

David Forero T.

Diseño y diagramación

Adelina Espitia Gamba

Impresión

La Imprenta Editores Ltda.

Calle 77 No. 28-39

Bogotá, D.C.

Impresa y hecha en Colombia

Printed and made in Colombia

Los retos de política monetaria

El pasado 27 de febrero el Banco de la República optó por reducir nuevamente su tasa de interés de intervención, esta vez en 100 pbs, una medida que, por su magnitud, tomó por sorpresa a la mayor parte de los analistas, que le apuntaban a una disminución de 50 pbs. La pregunta que surge en estos momentos es si están dadas las condiciones para que en los meses que vienen el Emisor continúe reduciendo agresivamente su tasa de interés.

Si bien la tasa anual de inflación continúa elevada (7,18% en enero) y muy por encima de la meta de 5% establecida para finales de este año (como punto medio de un rango entre 4,5% y 5,5%), en enero los precios comenzaron a ceder, en especial por la menor presión ejercida por grupos como alimentos y transporte, los cuales tienen un peso importante dentro de la canasta¹. Adicionalmente, las expectativas de inflación lentamente continúan ajustándose a la baja. Así por ejemplo, la última encuesta del Banco de la República indica que los agentes esperan que la inflación total se ubique en 5,15% en diciembre de 2009. Esta misma encuesta indica que la tasa de intervención del Banco de la República, que hoy día se ubica en 9%, estaría en 7,25% en diciembre de este año. La fuerte reducción de las tasas de los TES de largo plazo corrobora un ajuste a la baja de las expectativas de inflación. Así por ejemplo, la inflación implícita en los títulos a 10 años se redujo de 6,5% en octubre de 2008 a 4,7% en febrero de 2009, nivel similar al de la inflación implícita en los títulos a 1 año.

La disminución en las expectativas de inflación se sucede en un contexto de evidente desaceleración de la economía. A pesar de que nuestras más recientes encuestas revelan un ligero repunte en los índices de confianza de los consumidores y empresarios, el pronóstico de crecimiento de Fedesarrollo para 2009 se ubica en 1,6%, con un balance de riesgos claramente a la baja debido a la fragilidad del contexto externo².

¹ En la canasta que recientemente adoptó el DANE para calcular el IPC el grupo de transporte se separó del de comunicaciones y aumentó su ponderación de 13,5% a 15,2%.

² De acuerdo con el último reporte de *Latin Focus*, el consenso de los analistas locales y externos sugiere que el crecimiento económico en 2009 se ubicaría en 2,1%.

Entre los países de la región que, como Colombia, utilizan un esquema de inflación objetivo (Brasil, Chile, Perú y México), el nuestro registra la segunda mayor caída en la producción industrial (superada únicamente por Brasil). Desde este punto de vista, sería previsible que el Emisor continuara con una agresiva política de disminución de tasas de interés.

Sin embargo, es importante tener en cuenta que tanto la inflación total como la inflación núcleo (es decir, sin alimentos) y, más importante aun, las expectativas de inflación en Colombia superan las de todos los países con esquema de inflación objetivo en la región. Así por ejemplo, mientras en Chile la inflación anual cayó de 9,5% en julio de 2008 a 6,3% en enero de 2009 y las expectativas de inflación para los próximos doce meses se redujeron de 4,5% a 3,5% entre esas dos fechas, en Colombia se ha observado una reducción de menor magnitud. Así, la inflación total apenas se redujo de 7,5% en julio 2008 a 7,2% en enero de 2009 mientras que las expectativas de inflación para los próximos doce meses cayeron de 5,52% a 5,28%. No es de sorprender, entonces, que en lo corrido de 2009 el banco central de Chile haya estado en capacidad de reducir su tasa de intervención en 350 pbs, casi el doble de lo que se ha reducido en Colombia.

El campo de acción relativamente más limitado en Colombia se hace aun más evidente si se tiene en cuenta la evolución reciente de la tasa de cambio. Si bien en los últimos doce meses el peso colombiano se ha devaluado 39,2%, cifra comparable a lo sucedido con el peso mexicano (40,3%), el real brasilero (41,2%) y el peso chileno (30,6%), en el período más reciente la moneda que más se ha envilecido ha sido, por mucho, la colombiana. Por ejemplo, en febrero, la tasa de cambio se apreció 3% en Chile y se devaluó entre 2 y 5% en Brasil, México y Perú, mientras que en Colombia se depreció más de 7%.

Recientemente se han revelado dos cifras que confirman la contracción de la demanda externa que enfrenta Colombia. En primer lugar, en noviembre de 2008 las exportaciones totales disminuyeron 27,2% con respecto al mismo mes del año anterior. Mientras las tradicionales cayeron 37,3%, las no tradicionales se contrajeron 18,7%. La caída en las tradicionales se explica principalmente por la reducción en la demanda de Estados Unidos y la Unión Europea, de 26,5% y 67% respectivamente. Por su parte, las no tradicionales disminuyeron principalmente por cuenta de una reducción de 12% en las ventas a Venezuela, efecto que se verá reforzado por las restricciones recientemente impuestas a las exportaciones colombianas por parte de Ecuador. En segundo lugar, la compañía suiza Glencore, propietaria del 51% de la Refinería de Cartagena, anunció que no llevará a cabo la inversión en el proyecto de ampliación y mejoramiento de la planta, estimado en \$2.400 millones de dólares. Aparentemente, la multinacional suiza no cuenta con los recursos para financiar el proyecto de expansión. Como éste, podrían darse otros anuncios en los próximos meses, los cuales harían necesario revisar a la baja los estimativos de inversión extranjera directa para este año y los siguientes. Si bien en Fedesarrollo consideramos que Colombia, particularmente en su sector minero energético, continuará siendo un destino atractivo para la inversión extranjera en el mediano y largo plazo, consideramos que es plausible que se de un aplazamiento de varias de las inversiones que se tenía previsto llevar a cabo en 2009.

La desaceleración de las exportaciones y los menores flujos de inversión extranjera implican un deterioro en la balanza de pagos, deterioro que se acentúa por la previsible reducción de las remesas de colombianos laborando en el exterior; pero que se atenúa por el menor crecimiento de las importaciones en un ambiente de menor dinamismo de la demanda interna. Estimamos que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos se incrementará de 2,5% del PIB en 2008 a 4% en 2009. Dicho deterioro

conlleva una depreciación de la tasa de cambio real, componente esencial del proceso de ajuste de una economía pequeña y abierta ante un fuerte choque externo adverso.

A la vez que la depreciación de la tasa de cambio real facilitará el ajuste en el frente externo, también podría complicar el panorama en el frente inflacionario en virtud del efecto que la devaluación tiene sobre el precio en pesos de los productos importados y sobre el precio de los bienes domésticos que compiten con las importaciones. Evidentemente, el efecto de la devaluación sobre los precios (el llamado "pass through") es un fenómeno complejo, que cambia en el tiempo. En particular, hay fuerte evidencia de que el "pass through" es más pronunciado en épocas de expansión económica que en épocas de desaceleración. Sin embargo, y puesto que no parece razonable pensar que dicho "pass through" haya desaparecido del todo, la Junta del Banco de la República tendrá que poner en la balanza una serie de factores que hacen bastante complejo el proceso de toma de decisiones en el campo de la política monetaria. Aunque la desaceleración de la economía claramente invita a una postura agresiva de reducción de tasas de interés, la evolución reciente de la inflación, de las expectativas de inflación y de la devaluación, son factores que apuntan en sentido contrario.

De otra parte, no debe perderse de vista que en una coyuntura de elevada percepción de riesgo por parte de prestatarios y prestamistas como la actual, es factible que el principal mecanismo de transmisión de la política monetaria sea precisamente la devaluación de la tasa de cambio. Al respecto, resulta diciente que mientras la reducción de 200 pbs en la tasa de intervención del Emisor entre el 19 de diciembre y el 27 de febrero tuvo un efecto menor sobre otras tasas

de interés³, vino acompañada de una depreciación del peso de 18%.

Finalmente, no debe perderse de vista que el Banco de la República no solo fija la tasa de interés de intervención. También, por supuesto, determina la liquidez de la economía. A este respecto, toda la evidencia apunta a que en estos momentos la economía colombiana no observa una situación de restricción de liquidez en pesos. Por ejemplo, nuestra Encuesta de Opinión Financiera del mes de enero señala que en lo referente a la colocación de cartera, la liquidez del Banco de la República no parece ser una limitante. Ello confirma lo reportado en la última encuesta sobre crédito realizada por el Emisor a los bancos, la cual reporta que el principal factor que impide o podría impedir otorgar un mayor volumen de crédito al sector privado es la capacidad de pago de los clientes (37%), seguido de la actividad económica (14%). Por su parte, el volumen de captaciones no es un factor que limite la capacidad de colocación. De hecho, según los bancos los factores que podrían impulsar un mayor crecimiento de la cartera serían un mayor crecimiento de la economía (31%) y mejor información sobre la capacidad de pago de los prestatarios (18%). Finalmente, vale la pena resaltar que según la encuesta del Banco de la República, las entidades financieras están llevando sus excesos de recursos al Emisor y a inversiones en TES, en un contexto en el que destinos como el crédito de consumo o a constructores son consideradas más riesgosos. Estos resultados confirman que más que un problema de restricciones de liquidez, la desaceleración del crédito obedece a una mayor percepción de riesgo por parte de los bancos. En consecuencia, el efecto marginal que tendría una reducción adicional de las tasas de intervención sobre la dinámica del crédito no es evidente, aun-

³ Durante este período la DTF pasó de 10,3 a 9,7% y la tasa de colocación de los bancos de 17,6 a 17%.

que es plausible que menores tasas de interés alivien parcialmente la situación de muchos deudores, particularmente de los hogares.

En resumen, Fedesarrollo es de la opinión que existe espacio para que el Banco de la República continúe un proceso de reducción gradual de su tasa de interés de intervención. Sin embargo, dado que la disminución de la inflación y de las

expectativas de inflación en Colombia ha sido relativamente menor al mismo tiempo que en las últimas semanas se ha dado una acelerada devaluación del peso, dicho espacio cada vez es más estrecho y definitivamente no es comparable al de países donde las expectativas de inflación están mejor ancladas y/o donde la moneda se está depreciando a ritmos menores que el peso colombiano.

Regulación financiera y provisiones contracíclicas

Ahora que la economía colombiana ha entrado en la fase descendente del ciclo económico, conviene examinar un aspecto específico de la regulación financiera, a saber, si la forma en que se determinan las provisiones atenúa o acentúa los ciclos financiero y real. En el presente artículo de Actualidad haremos una reflexión en torno al concepto de las provisiones anticíclicas, resaltaremos algunas características del sistema vigente en España, describiremos la evolución reciente de la normatividad colombiana y concluiremos con algunas recomendaciones.

Es importante tener en cuenta que las grandes reformas a los sistemas de supervisión y control de los mercados financieros surgieron justo después de las grandes crisis¹. No es de sorprender, entonces, que la actual situación de turbulencia financiera internacional que se originó en la crisis de las hipotecas *subprime* en los Estados Unidos suscite discusiones sobre los más variados aspectos regulatorios e institucionales en el campo financiero. Así por ejemplo, el alto grado de interdependencia entre todos los actores del sistema financiero, en particular entre la banca regulada y los intermediarios por fuera del campo de acción del ente supervisor, ha puesto de presente la necesidad de discutir, entre otros temas que rebasan el propósito de esta nota, el alcance de instituciones como el prestamista de última instancia y el seguro de depósito.

Los paradigmas de la regulación financiera

Resulta ilustrativo recordar las bases teóricas que justifican la existencia de regulación financiera. De la

Torre e Ize (2009)² nos recuerdan que los dos pilares de la regulación financiera tienen que ver con el riesgo moral y las externalidades. El primero se refiere a la tentación que tienen los intermediarios financieros de asumir demasiado riesgo en la fase expansiva del ciclo económico, de manera de aprovechar al máximo la alta rentabilidad con la esperanza de que alguien más —el Estado y los demás actores del mercado— asuma parte de los costos de dicha estrategia durante la fase recesiva. En el caso de las externalidades, el problema radica en la dificultad de que los agentes financieros internalicen el costo social de sus acciones: lo que es bueno en un momento dado para un agente individual puede resultar perjudicial para el sistema en su conjunto. Evidentemente, las fallas de coordinación deben entenderse como un problema de externalidades. A saber, a pesar de que un intermediario conozca qué acciones serían necesarias para impedir que surja una burbuja especulativa, no las lleva a cabo de manera individual puesto que solamente obtendría un beneficio si todo el mercado las realizara de manera coordinada.

Si bien estas dos teorías de la regulación son capaces de explicar gran parte de los ciclos financieros, De la Torre e Ize sugieren una explicación adicional: la incertidumbre sobre cambios sistemáticos e inesperados en el sistema financiero. En lo que los autores denominan el paradigma de la incertidumbre, los agentes económicos son incapaces de comprender plenamente, en un entorno cambiante y poblado de instrumentos financieros innovadores, hacia dónde se mueve el mercado. Como los modelos de riesgo se basan en probabilidades estadísticas, los eventos extremos, que tienen una posibilidad muy baja de

¹ En particular, la Gran Depresión de 1929 y la crisis de las Corporaciones de Ahorro y Préstamo (S&L) en los Estados Unidos en la segunda mitad de la década de los ochenta.

² De la Torre, Augusto e Ize, Alain (2009): "Regulatory Reform: Integrating Paradigms", Banco Mundial.

ocurrir; resultan subestimados y, en consecuencia, no se adoptan medidas preventivas. Puesto que para los intermediarios financieros no es posible visualizar este tipo de riesgo, el mercado es incapaz de asignarle precios de manera eficiente³. El hecho de que el mercado sea incapaz de medir adecuadamente el riesgo que enfrenta implica un mayor reto para el ente supervisor; en quien recae la compleja tarea de evaluar que el riesgo esté bien medido y que, por consiguiente, no se subestime cuando la incertidumbre sobre eventos extremos se vuelve muy grande.

Procciclicidad del sistema financiero

La relación positiva entre la dinámica de los mercados financieros y el ciclo del producto ha sido explicada desde distintos enfoques analíticos. Entre los más importantes se encuentran la teoría del “comportamiento de manada”, la hipótesis de inestabilidad financiera y los efectos de las llamadas “cascadas de información”. La primera línea de pensamiento se refiere a la tendencia del mercado a evaluar a los agentes de forma relativa y no absoluta, lo que impulsa a los intermediarios financieros a seguir el comportamiento de los demás, dado que los errores que cometan van a ser juzgados de forma más benévola si han sido cometidos conjuntamente por numerosos actores. Por su parte, la hipótesis de inestabilidad financiera se refiere a la tendencia de los mercados financieros de acumular deuda en la fase de auge, dado que los prestatarios aparentan tener mayor capacidad de pago de la que realmente tienen, un concepto erróneo que es corregido —excesivamente— en épocas de recesión mediante la restricción sistemática de crédito, incluso a agentes que sí son capaces de asumir mayor deuda. De esta manera, la resultante inestabilidad de los mercados financieros amplifica el componente cíclico de la economía real.

Por último, la teoría de las cascadas de información examina la posibilidad de que haya sub-producción de información dentro del sistema financiero debido a que los agentes prefieren utilizar información externa en lugar de asumir los costos de producir la propia, lo que eventualmente puede degenerar en una subestimación del riesgo en momentos de expansión y una sobreestimación en la fase de contracción⁴.

Al mismo tiempo que hay mérito en desarrollar una regulación que contrarreste parcialmente los procesos generados por esta relación positiva entre el crédito y el ciclo económico, no se debe perder de vista que algunos de los fundamentales de las finanzas (p.ej. la percepción de riesgo) son inherentemente procíclicos. Surge entonces la necesidad de adoptar medidas regulatorias que por lo menos mitiguen la prociclicidad de la actividad financiera.

Provisiones anticíclicas

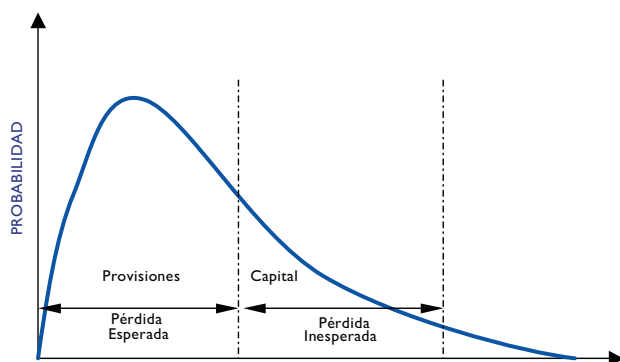
Las provisiones son pasivos contingentes que reconocen y cubren las pérdidas **esperadas** a las que está expuesto un portafolio en virtud a la existencia de riesgo de crédito, es decir, en caso de que la contraparte de una operación incumpla sus obligaciones. El monto de las provisiones constituidas por una entidad financiera debería basarse en la estimación de la pérdida en que incurriría en el caso de que los clientes no puedan responder por sus deudas y hagan **default**. Más específicamente, el monto a provisionar (P) resultaría de multiplicar el valor del crédito (L) por el porcentaje de éste que no se recupera en caso de **default** (λ) y por la probabilidad de no pago (α). Esta probabilidad se calcula como el valor medio de la distribución de frecuencias de las pérdidas por cartera (Gráfico 1). Si bien las provisiones cubren la pérdida esperada de un crédito, la regulación estipula que el capital debe ser

³ En términos estadísticos, esto es lo que se conoce como el fenómeno de las “colas gordas”. En una curva de distribución, los eventos con baja probabilidad de ocurrencia se localizan en los extremos. Cuando esta probabilidad se incrementa, el grosor de las colas se incrementa, lo que afecta inmediatamente la funcionalidad de los modelos de riesgo tradicionales.

⁴ Campos, A. (2005), “Las provisiones anticíclicas: una aproximación para Colombia desde el caso español”, *Documentos Asobancaria No.1*.

utilizado para absorber las pérdidas **no esperadas**, que tienen baja probabilidad de ocurrir y que difícilmente se pueden anticipar.

Gráfico I
RIESGO DE CRÉDITO, PROVISIONES Y CAPITAL



Fuente: Documentos Asobancaria No.1, mayo 2005.

En teoría, si la curva que aparece en el Gráfico I está bien calculada –valga decir, si se tiene una medición apropiada de α – las provisiones incorporarían un elemento contracíclico. Evidentemente, si el horizonte de tiempo para el cual se calcula la probabilidad de no pago es muy corto, el elemento de contraciclicidad se hace menos importante. El problema de la prociclicidad se deriva entonces de calcular la probabilidad de incumplimiento con base en información que proviene fundamentalmente de la fase expansiva del ciclo y que no incorpora información relevante para prever el eventual deterioro de la cartera de créditos. Proceder de dicha manera reduce el monto de las provisiones, liberando así recursos para financiar una mayor expansión del crédito. Y claro, en la fase descendente del ciclo las pérdidas se materializan pero, al no contar con un nivel de provisiones adecuado, los intermediarios

se ven obligados a restringir el flujo de nuevos créditos justamente cuando estos se hacen más necesarios⁵.

La necesidad de contar con un sistema de provisiones que atenúe el ciclo económico ha sido una preocupación constante de las autoridades en diversos países. Por así decirlo, el problema está ampliamente identificado. Infortunadamente, no todos los esquemas adoptados han arrojado los frutos esperados. A continuación mencionaremos algunas características del sistema español, consistentemente considerado como exitoso, y trataremos de extraer algunas lecciones para el caso de Colombia.

El sistema de provisiones dinámicas de España

Históricamente, la economía española se ha caracterizado por tener un ciclo económico más volátil que el resto de Europa. La última fase ascendente del ciclo, particularmente larga, se dio entre 1997 y 2007 y estuvo caracterizada por el fuerte dinamismo del mercado hipotecario. El crecimiento explosivo que experimentó el crédito en los primeros años de la fase de expansión generó preocupación en las autoridades por la posibilidad de que, bajo las normas vigentes en ese momento, se creara una dinámica de alto crecimiento de la cartera, acompañado de bajas provisiones, lo cual no reflejaría el mayor potencial de pérdidas acorde con los nuevos préstamos. Las "provisiones dinámicas" fueron adoptadas en 1999 y vinieron a complementar las ya existentes (o específicas)⁶. Estas provisiones dinámicas, concebidas como un ajuste contracíclico, se calculan trimestralmente con base en la diferencia entre la exposición potencial, que depende del tamaño de la cartera, y de las provisiones específicas, que son fundamentalmente función del grado de vencimiento

⁵ Evidentemente, si la probabilidad de no pago se estima utilizando información proveniente mayoritariamente de períodos de crisis, el resultado será un nivel innecesariamente elevado de provisiones y, de nuevo, un comportamiento procíclico de la cartera de créditos.

⁶ Ver Fernandez de Lis, S. y García, A. (2008) "The Spanish approach: dynamic provisioning and other tools"; Towards a New Framework for Financial Stability, cap.31. y Martínez, O., Pineda, F. y Salamanca, D. (2006) "Esquema de Provisiones Anticíclicas para Colombia", Reporte de Estabilidad Financiera, Banco de la República.

de la cartera. Esto implica que las provisiones dinámicas pueden crecer o decrecer, dependiendo positivamente del crecimiento de la cartera y negativamente de la cartera vencida (dado que esta última se relaciona positivamente con las provisiones específicas). Con las provisiones dinámicas, por tanto, se intenta suavizar el ciclo normal de las provisiones específicas, frenando parcialmente el crecimiento del crédito (al volver más costoso para los bancos otorgar un préstamo en épocas de auge) y generando un colchón financiero en caso de un incumplimiento masivo de pagos. Como la fase ascendente del ciclo resultó ser más fuerte y persistente que lo esperado a comienzos de la década, los bancos incrementaron rápidamente el monto de las provisiones dinámicas, mientras que las específicas se ubicaron en niveles históricamente bajos, dado un entorno de muy baja probabilidad de default⁷.

En el caso español, si bien las provisiones dinámicas no impidieron que el crédito continuara creciendo, sí crearon un colchón importante, que ha resultado fundamental para enfrentar la actual coyuntura. En efecto, el sistema bancario español se encuentra en mejores condiciones que sus pares en Europa en lo que respecta a eficiencia, rentabilidad y solvencia, aún cuando la economía ibérica ha sido una de las más afectadas por la crisis⁸.

La regulación colombiana

En Colombia la preocupación de que en la fijación de las provisiones se tuviesen en cuenta consideraciones respecto al ciclo económico surgió después de la crisis financiera de finales de la década

pasada. En particular, en el 2002 la Superintendencia Financiera (SFC) introdujo el Sistema de Administración de Riesgo de Crédito (SARC), el cual prevé que las entidades financieras desarrollen sistemas para calcular pérdidas esperadas (los llamados "modelos internos"), los cuales explícitamente deben incorporar elementos contracíclicos. El esquema adoptado en 2002 clasifica las provisiones en dos clases: individuales y generales. Las primeras se basan en la medición del riesgo de incumplimiento por parte de los deudores, mientras que las generales, establecidas en el 2002 para proveer al sistema financiero de un colchón adicional de provisiones, corresponden al 1% de la cartera bruta de créditos. Para el cálculo de las provisiones individuales, se previó un período de transición en el cual, hasta tanto las entidades no contaran con modelos internos aprobados por el supervisor (el cual, para ser aprobado por éste, tiene que ser igual o más conservador que el de referencia), deberían utilizar el modelo de referencia.

El problema de las provisiones calculadas en el modelo de referencia radica en que, al igual que sucedía con el sistema de provisiones anterior a 2002 no internaliza adecuadamente el riesgo **potencial** que implica un mayor crecimiento de la cartera de crédito y no calcula la probabilidad de incumplimiento de manera proactiva y probabilística, sino de manera estática y **ad-hoc**. La idea, entonces, era fomentar el desarrollo de modelos internos de medición de riesgo de crédito que incorporaran ajustes contracíclicos (aprobados previamente por la SFC), para lo cual se establecieron plazos y se determinó que a las entidades que incorporaran dichos ajustes no se les

⁷ En 2004 el Banco de España reformó parcialmente el régimen al relajar las condiciones de acumulación y fusionar las provisiones dinámicas con las específicas, si bien la lógica del funcionamiento del sistema se mantuvo.

⁸ A pesar de que la economía española ya registra dos trimestres consecutivos de crecimiento negativo y el desempleo se incrementó de 7,9% a mediados de 2007 a casi 14% a finales de 2008, los bancos ibéricos no han visto afectada su capacidad de otorgar crédito de manera importante, además de haber sufrido pérdidas bastante menores en sus valores bursátiles en comparación a la banca de otros países.

aplicaban las provisiones generales. Infortunadamente, la falta de especificidad en la normatividad sobre el funcionamiento de tales ajustes fue un serio impedimento para su implementación, a lo que se le añadió la carencia de incentivos para que las entidades financieras adoptaran ajustes contracíclicos, dado que el asumir mayores costos en la fase expansiva del ciclo de crédito podría significarles una pérdida de participación en el mercado.

Ante la dificultad en la implementación del ajuste contracíclico dentro de los modelos internos de medición de riesgo de las entidades, en 2005 la SFC reformó el modelo de referencia y le incorporó un cálculo explícito del componente contracíclico dentro de las provisiones totales, con base en el cual las entidades podían adoptar un ajuste en sus modelos internos. Al incorporar este tipo de ajuste, implícitamente se estaba admitiendo que las provisiones individuales, contrario a lo esperado, no estaban incorporando un componente contracíclico. La normatividad sobre provisiones contracíclicas que se expidió en 2005 sólo entró en vigencia en julio de 2007 en el caso de la cartera comercial y en julio de 2008 para el crédito de consumo.

Los ajustes contracíclicos en el modelo de referencia para la medición de riesgo de crédito se hacen con base en dos escenarios para la probabilidad de incumplimiento de pagos por parte de los deudores, uno en donde el riesgo es bajo (escenario favorable) y otro con un riesgo más alto (escenario adverso), escenarios que son definidos por el supervisor. Las provisiones totales se dividen entonces en individuales (PI), que miden el riesgo de crédito acorde con la fase del ciclo y que tendrían un comportamiento procíclico, y en individuales contracíclicas (PIC), mediante las cuales se pretende establecer el ajuste con respecto

al ciclo. En épocas de auge, las PI se establecen de acuerdo con las probabilidades asignadas al escenario favorable, por lo que alcanzan un monto moderado. Por su parte, las PIC obligan a la entidad a salvaguardar recursos adicionales, de tal forma que las provisiones totales correspondan a las que se hubieran asumido en un escenario adverso. El efecto de esta medida es incrementar las provisiones en la época de expansión de crédito, generando un colchón de recursos para la fase de contracción.

En efecto, la norma estipula que una vez se materializa un cambio de fase del ciclo de crédito (cuando se registra un incremento significativo de la migración de deudores a segmentos de mayor riesgo), las PI se empiezan a calcular con base en las probabilidades asignadas al escenario adverso, y las PIC se eliminan. Este incremento de las PI puede cubrirse parcialmente con los ahorros generados por las PIC en la época de expansión, lo que reduce la carga financiera para los bancos y contribuye a impulsar el crédito en épocas de restricción de liquidez. En el Cuadro I se puede apreciar un ejemplo simplificado de la regulación actual, donde suponemos que bajo el escenario favorable las provisiones individuales serían iguales a \$100, mientras que en el adverso alcanzarían \$150 (es decir, se supone que este tipo de provisiones no tienen un comportamiento contracíclico). En la fase de expansión las PIC se calculan como la diferencia de las PI entre ambos escenarios y se destinan a un fondo de ahorro. De esta manera, α es el porcentaje de des-ahorro del fondo durante la fase de contracción, en donde $0 < \alpha < 1$ ⁹. Así, la carga financiera sobre las entidades se reduce en la fase de desaceleración gracias al uso de los recursos acumulados en el fondo durante la fase de expansión.

⁹ Es importante resaltar que aún no ha sido definida la regulación de la fase negativa del ciclo. Es decir, el porcentaje α todavía no ha sido establecido.

Cuadro I
AJUSTE CONTRACÍCLICO DE LAS PROVISIONES

	Fase de Expansión	Fase de Desaceleración
Sin Ajuste contracíclico		
Provisiones Individuales	100	150
=	=	=
Provisiones Totales	100	150
Con Ajuste contracíclico		
Provisiones Individuales	100	150
+	+	+
Provisiones Contracíclicas	50	0
=	=	=
Provisiones Totales	150	150
Ahorro Fondo de Provisiones		
	Fase de Expansión	Fase de Desaceleración
	50	- 50* α
Carga Financiera de las Entidades		
	150	150 - 50* α

Fuente: Fedesarrollo

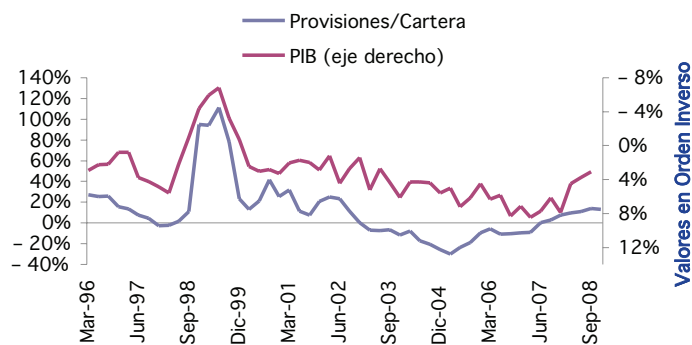
Las provisiones contracíclicas en Colombia

En Colombia, al igual que en otros países, históricamente las provisiones han mostrado un marcado carácter procíclico. Ello se desprende claramente de la relación negativa entre el crecimiento del PIB y el crecimiento de las provisiones en el Gráfico 2. En plena crisis financiera de finales de la década pasada, mientras la cartera bruta **decreció** 13% entre septiembre de 1998 y septiembre de 2000, las provisiones se **incrementaron** en 121%. Si bien la prociclicidad se reduce a partir de 2003, es solo a partir de julio de 2007, cuando entra en vigor el ajuste contracíclico, que se denota una ligera estabilización en el comportamiento de las provisiones.

No obstante los importantes avances que se han sucedido en los últimos años, pareciera que el principal problema con la actual regulación sobre provisiones contracíclicas radica en la falta de claridad respecto a las reglas para definir el momento de cambio en

la fase del ciclo y la velocidad de desacumulación del fondo ahorrado. Además, la normatividad estipula que dichas provisiones solo aplican al crédito comercial y de consumo, lo que deja por fuera por ahora las carteras de vivienda y microcrédito, de esta manera limitando el impacto de la medida. Finalmente, el hecho de que el ajuste contracíclico sólo haya comenzado a entrar en vigor en 2007 conllevó a que el monto ahorrado por las provisiones contracíclicas no haya alcanzado una magnitud suficiente para hacerle frente a una fase recesiva potencialmente larga.

Gráfico 2
PROVISIONES Y PIB (CRECIMIENTO ANUAL)



Fuente: Superfinanciera, Dane y Cálculos Fedesarrollo

Conclusiones

El carácter procíclico de las provisiones ha demostrado ser perjudicial, al amplificar el ciclo económico y hacer más lento el proceso de recuperación después de una crisis. Una causa fundamental para el comportamiento procíclico de las provisiones radica en la dificultad para calcular de manera precisa la duración y magnitud del ciclo económico. Ahora bien, incluso si esta limitante técnica es superada, hay un problema de incentivos que no es despreciable. Al fin y al cabo, existen múltiples razones, discutidas más arriba, por las cuales a un banco individualmente puede no resultarle óptimo restringirse a otorgar el máximo de crédito en la fase de expansión. Por lo tanto, un buen sistema de

provisiones contracíclicas representa un importante reto tanto desde el punto de vista técnico como de **enforcement** regulatorio.

La necesidad de asumir políticas que suavicen el comportamiento cíclico de las provisiones es evidente. La regulación de provisiones en Colombia tiene características muy positivas con las que no cuentan otros países, como es el caso de la clasificación de las provisiones por tipo de crédito. Sin embargo, nos parece importante definir mejor ciertos aspectos y modificar otros. Entre los aspectos que no han sido definidos en la normatividad se destaca la regla para el uso de los recursos ahorrados con las provisiones contracíclicas durante la fase de expansión, factor fundamental a la hora de evaluar el potencial impacto de este tipo de provisiones sobre el sistema financiero en época de desaceleración. Otro elemento que se

debe afinar es el criterio para definir el cambio de fase en el ciclo económico, aspecto que actualmente depende de una evaluación por parte de la SFC, que se pronuncia anualmente y anuncia la normatividad, las matrices de probabilidad de incumplimiento y la fase del ciclo que se tiene que tomar como referencia para los próximos doce meses. Nos surge la duda de si la evaluación de la SFC es consistente, por ejemplo, con la que hace el Banco de la República para informar la toma de decisiones en el campo de la política monetaria. Más aun, y como la experiencia reciente lo sugiere, no es obvio que dicho pronunciamiento deba hacerse anualmente, sino quizás con una mayor frecuencia. Finalmente, surgen dudas sobre la conveniencia de utilizar incentivos tributarios (las provisiones contracíclicas son deducibles mientras que las generales no) para propender por el mayor uso de las provisiones contracíclicas.

La nueva canasta de bienes se estrena con una disminución en la inflación

Según la nueva canasta de bienes del DANE, que reemplaza a la de 1998, en enero de 2009 la inflación mensual se ubicó en 0,59%. La nueva canasta cambia las ponderaciones e incluye nuevos elementos. Además, separa el grupo de transporte y comunicaciones en dos e incluye once ciudades adicionales en el cálculo. La variación anual del IPC se redujo de 7,67% a 7,18% entre diciembre y enero, tal y como lo anticipaban los administradores financieros. Para los primeros seis meses del 2009 un 97% de los encuestados espera que la inflación continúe disminuyendo. El balance de esta pregunta es el más bajo registrado desde que existe la encuesta, y muestra el fuerte ajuste a la baja de las expectativas inflacionarias de los agentes.

Por otro lado, los administradores financieros esperan una nueva reducción en la tasa de intervención del Banco de la República, tras la disminución de 100 puntos básicos en los últimos dos meses. (Gráfico 1) Dada la caída en las expectativas inflacionarias y la fuerte desaceleración de la economía, el 94% (neto) de los administradores encuestados espera una reducción de la tasa de interés en los próximos seis meses.

Los bonos de deuda pública en dólares son el activo preferido por los inversionistas

Los resultados de la EOF muestran a los bonos de deuda pública en dólares como el activo preferido por los inversionistas para el próximo mes. Estos papeles vienen ganando participación en las preferencias desde septiembre de 2008, al

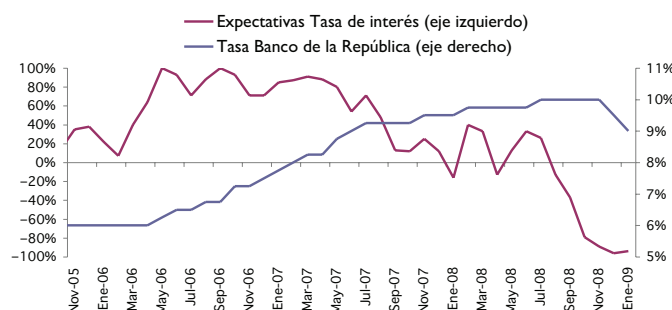
Cuadro I
EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS PARA LOS PRÓXIMOS SEIS MESES (% NETO)

	Diciembre 2008	Enero 2009	Cambio (puntos porcentuales)
Tasa de interés del Banco de la República	-96%	-94%	2.0%
Inflación	-93%	-97%	-4.0%
Tasa de cambio	38%	47%	9.0%
Spread	-22%	-16%	6.0%
Crecimiento económico	-100%	-97%	3.0%

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

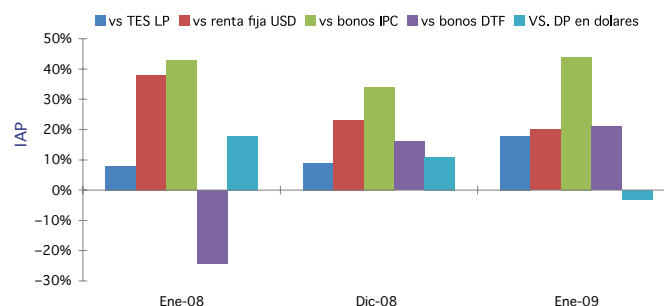
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC-Fedesarrollo

Gráfico 1
EXPECTATIVAS DE TASA DE INTERÉS Y TASA INTERÉS BANCO DE LA REPÚBLICA



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC-Fedesarrollo. Banrep

Gráfico 2
ÍNDICE DE ACTIVO PREFERIDO - TES CORTO PLAZO



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC-Fedesarrollo

pasar de -2% neto a 34% neto en el mes de enero de 2009 (Gráfico 2). Gran parte del aumento en el apetito por estos activos obedece a que un 38% neto de los bancos, que corresponden a un 34% de los encuestados en la EOF, espera incrementar su posición en bonos de deuda pública en dólares durante el próximo mes. Lo anterior es coherente con las expectativas respecto de la tasa de cambio, ya que un 47% neto de los encuestados espera una depreciación del peso colombiano en el primer semestre de 2009: el 85% de los bancos encuestados espera una devaluación, mientras que el 75% de los fondos de pensiones espera que el peso se mantenga en los niveles actuales.

A los bonos del gobierno colombiano en dólares le siguen en orden de preferencia los bonos de corto plazo, con un aumento esperado en las posiciones de 31% neto. En el caso de los TES de corto plazo, 100% de las comisionistas de bolsa manifestó que aumentará su posición en este activo. Los TES largo plazo se ubican en el tercer lugar de preferencia, seguidos de la

renta fija en dólares, con 11% neto. Finalmente están los bonos atados a la DTF y al IPC, con una variación en su posición de 10% y -13% neto respectivamente. La reciente disminución en la inflación y las expectativas de que continúe bajando pueden explicar el menor apetito por activos atados al IPC. Es importante anotar que los administradores aumentarán su posición en la mayoría de activos, excepto en aquellos atados al IPC.

En línea con lo anterior, los administradores financieros prevén un aumento tanto del tamaño como de la duración de su portafolio con respecto al nivel actual. Un 42% neto de los inversionistas afirma que la duración de su portafolio aumentará, y un 37% neto asegura que ingresarán nuevos recursos. Este incremento se debe especialmente a los fondos de pensiones, que recibirán el pago de cesantías durante el mes de febrero. En cuanto a la posición de efectivo de los portafolios, un 29% neto de los encuestados manifiesta que su posición actual es alta.

La confianza se recupera, luego de 5 meses de caída

Los últimos resultados de la Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo muestran una mejora en la confianza de los consumidores. En enero de 2009 el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) alcanzó un registro de 8,6 puntos frente a los 2,7 puntos registrados en el mes de diciembre. Es importante resaltar que este registro se sitúa 22,7 puntos por debajo de la cifra obtenida en el mes de enero del año anterior, cuando el ICC se ubicaba en 31,3 (Gráfico 1). Evidentemente, aun no se cuenta con suficiente información como para plantear que el buen resultado en enero constituye un cambio en la tendencia.

El ICC tiene cinco componentes: tres se refieren a las expectativas a un año vista, dos hacen referencia a percepciones sobre la situación actual. Con las primeras tres se construye el Índice de Expectativas del Consumidor (IEC); con las siguientes dos se elabora el Índice de Condiciones Económicas (ICE).

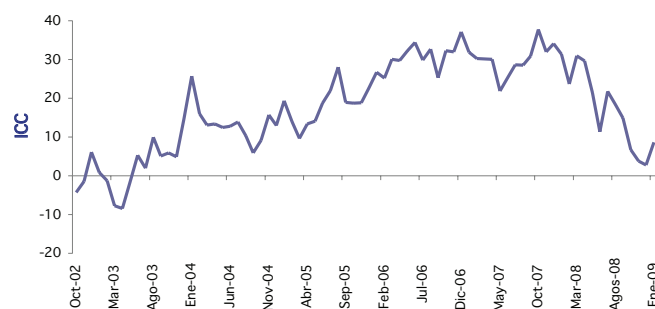
La mejora en el ICC se debe al aumento en el IEC que para el mes de enero presentó un resultado favorable gracias al aumento en sus tres componentes (expectativas sobre la situación del hogar, expectativas sobre la situación del país y expectativas sobre el clima económico). El IEC se ubicó en un nivel de 13,9 puntos, 13,1 puntos por encima del registro del mes anterior. Las expectativas del hogar a un año vista presentaron el mejor desempeño (balance más positivo). En efecto, 55% de los encuestados manifestó que dentro de un año la situación económica del hogar va a ser mejor que la actual, mientras que 10% expresó estar en desacuerdo con lo anterior. De

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

	Enero 2008	Diciembre 2008	Enero 2009	Cambio mensual	Cambio anual
ICC	31.3	2.7	8.6	5.9	- 22.7
IEC	32.8	0.8	13.9	13.1	- 18.9
ICE	29.0	5.4	0.7	- 4.7	- 28.3

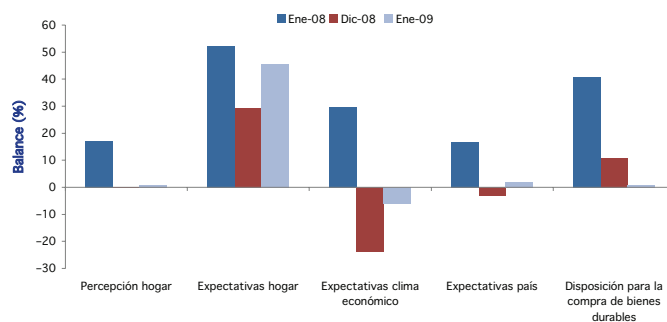
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) - Fedesarrollo

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR (ICC)



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

Gráfico 2
COMPONENTES DEL ICC



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

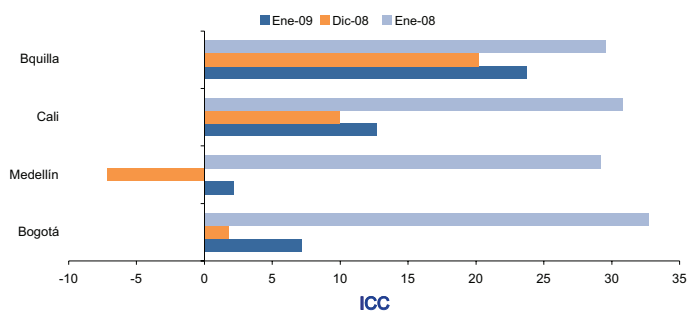
esta forma, el balance a esta pregunta se ubica en 45%, lo cual implica un incremento de 16 puntos con respecto al mes anterior. De la misma manera, el balance a la pregunta que mide las expectativas económicas durante los próximos 12 meses registró una recuperación, aunque se mantiene en terreno negativo. Un 6,1% neto de los encuestados afirmó que durante los próximos 12 meses el país va a tener malos tiempos en materia económica. Este balance tuvo una recuperación importante (18%) con respecto al mes anterior. Por último, el componente acerca de la situación del país dentro de un año tuvo un crecimiento notable, con un 5% neto de los consumidores opinando que la situación económica del país va a estar mejor dentro de un año que hoy.

Por otro lado, el Índice de Condiciones Económicas (ICE) registró un retroceso de 4,7 puntos, al pasar de 5,4 en diciembre a 0,7 en enero de 2009. Este deterioro se explica por la evolución del componente que se refiere a la compra de bienes durables, el cual presentó una caída en el primer mes de 2009. Un 48,1% de los encuestados piensa que este es un buen momento para comprar bienes durables, mientras un 47,4% opina lo contrario. El balance neto de la pregunta (0,7%) está 10 puntos por debajo del registro del mes anterior. De otra parte, la pregunta acerca de la situación actual del hogar mostró un aumento con respecto al mes anterior. El balance de la pregunta su ubica en 0,7 puntos, 0,5 por encima del nivel de diciembre de 2008.

La confianza se recupera en las principales ciudades del país

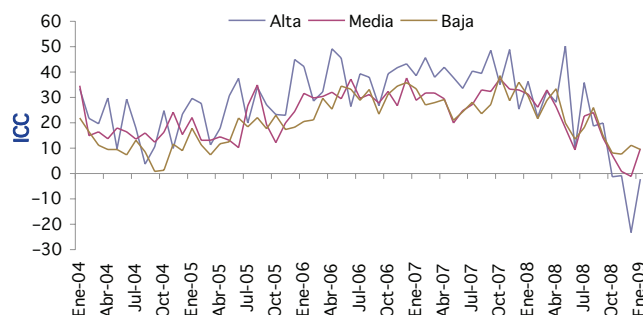
Los resultados de la EOC para el mes de enero de 2009 muestran una recuperación del ICC en las cuatro ciudades principales del país. La recuperación más notable se registró en Medellín, que aunque mantiene el ICC más bajo, en el mes de enero pasó de terreno negativo a positivo. Por

Gráfico 3
ICC CIUDADES



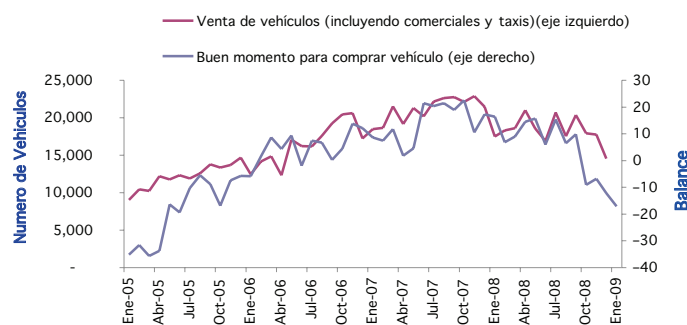
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) - Fedesarrollo

Gráfico 4
ICC POR ESTRATOS



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

Gráfico 5
VENTA Y DISPOSICIÓN PARA COMPRAR VEHICULOS



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

otra parte, Barranquilla presentó el mayor ICC, con un valor de 23,7%, es decir 3,5 puntos por encima del mes anterior. Con respecto a Cali y Bogotá, las dos ciudades presentaron un aumento en su ICC (2,7 y 5,4) (Gráfico 3).

Al analizar el ICC por estratos, se ve una notable recuperación de la confianza en el estrato alto, que tuvo un aumento de 21 puntos con respecto al mes anterior, ubicándose en -2,2 puntos. Igual. El alto continúa siendo el estrato con el balance neto más desfavorable (Gráfico 4)

La disponibilidad para la compra de automóviles continúa disminuyendo

La EOC para el mes de enero muestra un comportamiento desfavorable en cuanto a las intenciones de compra de automóviles. Así, un 40% de los encuestados afirmó que este es un buen momento para comprar automóviles, mientras que

un 57% respondió lo contrario (Gráfico 5). El balance de la pregunta (-17%) es el más bajo desde octubre de 2005. En el pasado, la correlación de este balance con las ventas de automóviles nacionales es un muy elevado 0,82. Lo anterior sugiere que las ventas de vehículos podrían continuar la tendencia a la baja que vienen presentando desde 2008.

Los hogares reducen sus solicitudes de créditos

A los hogares se les pregunta acerca de su situación crediticia ya sea con una entidad bancaria o con un socio, amigo o familiar. En la última encuesta, un 33% afirma que durante el mes pidió un préstamo a alguna entidad financiera mientras el 66% restante manifiesta lo contrario. De otra parte, el 37% afirma haber pedido un crédito a algún familiar, amigo o socio, mientras que 63% no lo ha solicitado. Estas dos preguntas presentan fuertes reducciones con respecto al mes de diciembre de 2008, de 11,1 y 12,7 respectivamente.

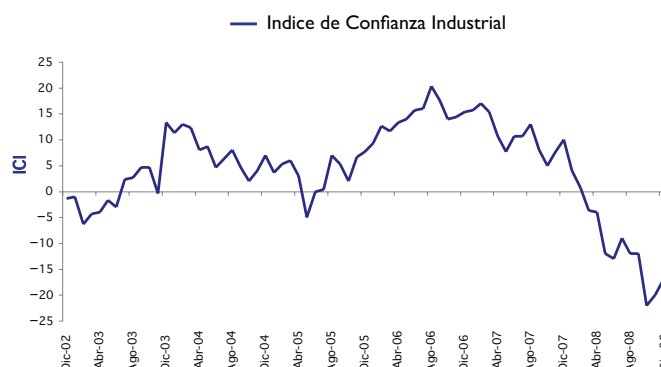
La confianza industrial continúa mejorando aunque permanece en terreno negativo

Los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial EOE para el mes de diciembre muestran una recuperación de la confianza industrial. En efecto, el índice de confianza industrial tuvo una mejora de 3 puntos con respecto al mes de noviembre (Gráfico 1). No obstante, es apresurado concluir un cambio de tendencia. Este indicador ha anticipado correctamente el comportamiento de la producción industrial y la correlación con el Índice de Producción Industrial del DANE es de 0,72.

Dos de los componentes del ICI (existencias y expectativas de producción) tuvieron una mejora en la última encuesta, mientras que el tercero (nivel de pedidos) se deterioró. En cuanto a las existencias, los empresarios afirmaron que su inventario ha disminuido. De hecho, un 12% neto de los encuestados afirmó tener grandes existencias de productos terminados, 4% menos respecto al mes pasado (Gráfico 2). El segundo componente que mostró una mejora fue el de las expectativas de producción: un 21% de los empresarios manifiesta que la producción para los próximos tres meses aumentará, mientras que un número similar opina lo contrario. El balance de esta pregunta se ubica en 0 puntos, con una mejora significativa de 11 puntos frente al mes anterior. En cuanto a los pedidos, el 39% neto de los empresarios considera que el volumen actual de pedidos por atender es bajo. En este componente solo un 8% de los encuestados aseguró tener niveles altos, mientras un 47% opina lo contrario.

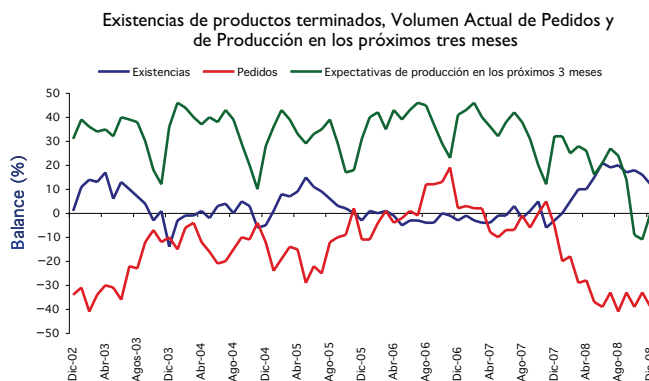
Las expectativas de empleo de los empresarios se mantienen en terreno negativo

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL (ICI)



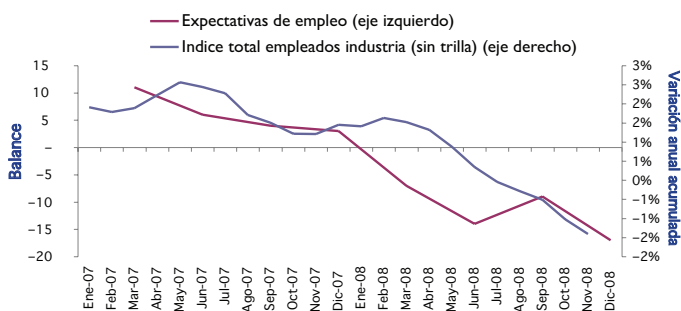
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) -Fedesarrollo

Gráfico 2
COMPONENTES DEL ICI



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) -Fedesarrollo

Gráfico 3
EXPECTATIVAS DE EMPLEO E ÍNDICE DE EMPLEO INDUSTRIAL



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

La EOE incluye trimestralmente una pregunta acerca de la situación de empleo para los próximos tres meses. Los últimos resultados muestran un deterioro en el balance de la pregunta: solo un 6% de los empresarios prevé un aumento en el número de personas empleadas en la producción en el próximo trimestre, un 23% afirma lo contrario y un 71% anticipa que el número de personas empleadas se mantendrá estable (Gráfico 3). Lo anterior ubica el balance de la pregunta en -17%, 8 puntos más abajo que el trimestre anterior. Estos resultados permiten anticipar un deterioro del empleo en el sector industrial, que resulta preocupante, dado que a diciembre los ocupados en la industria representaban el 13,6% de los ocupados del país.

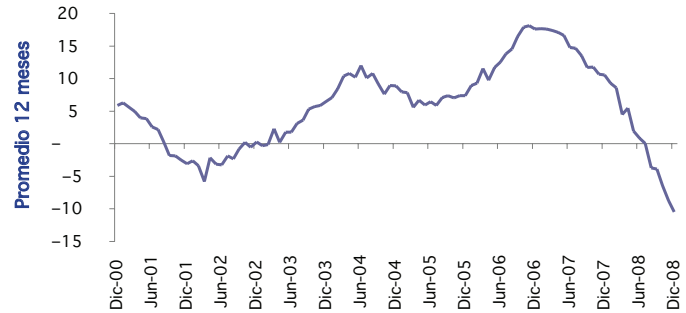
El contrabando cede terreno en el último trimestre del año

En el módulo trimestral, la EOE también incluye una pregunta sobre la prevalencia de contrabando durante el período con respecto al trimestre anterior, en cada uno de los sectores industriales. De acuerdo a los encuestados, durante el último trimestre el contrabando tuvo un balance neto de 17%, 4 puntos menos que en el trimestre anterior.

Disminuye la intensidad en la actividad productiva

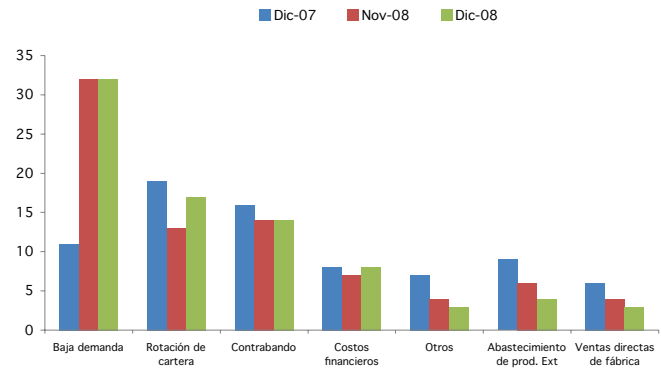
Los últimos resultados de la EOE muestran una disminución de la intensidad productiva de la industria nacional. Un 17% de los encuestados afirmó que su actividad había sido más intensa respecto al mes anterior, mientras que un 38% opinó lo contrario (Gráfico 4). Esto deja el balance de la pregunta en -21%, cifra que si bien es baja, puede reflejar el hecho de que normalmente en diciembre disminuye la intensidad de la actividad en comparación con noviembre, mes clave pa-

Gráfico 4
INTENSIDAD ACTIVIDAD PRODUCTIVA



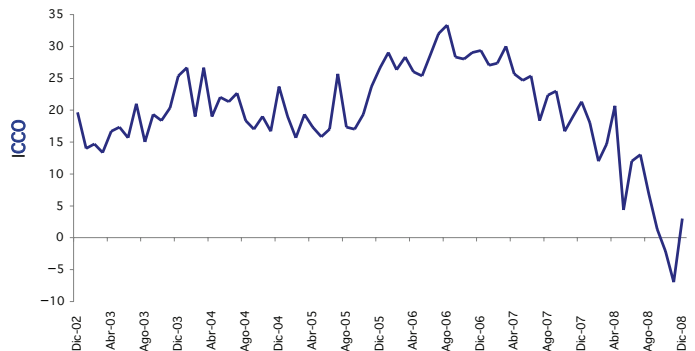
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) -Fedesarrollo. DANE

Gráfico 5
EL PRINCIPAL PROBLEMA QUE AFECTA EL NEGOCIO



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) -Fedesarrollo

Gráfico 6
ÍNDICE DE CONFIANZA COMERCIAL (ICCO)



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) -Fedesarrollo

ra la producción de fin de año. Lo verdaderamente preocupante es que diciembre baje respecto a un noviembre que de por sí fue históricamente muy malo.

La baja demanda sigue siendo el principal problema para los comerciantes

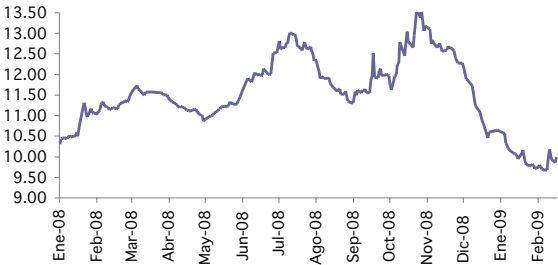
Según los resultados del último mes, los principales factores que afectan el negocio de los comerciantes son la baja demanda y la rotación de cartera. Un 32% del total de encuestados afirmó que la baja demanda era su principal problema. Este factor cada vez recoge un mayor porcentaje de respuestas, ya que en diciembre de 2007 sólo el 11% pensaba de esta manera, mientras que en octubre de 2008 esta cifra ascendió a 27%. Este resultado refleja la disminución del consumo privado, que pasó de crecer 7,6% en el 2007 a crecer 2% en el tercer trimestre de 2008, unido a una caída en la demanda externa. El segundo factor que más afecta el negocio para el mes de diciembre es la rotación de cartera. Un 17% de los encuestados, 4% más que el mes anterior, aseguró que la rotación de su cartera es el mayor inconveniente para su negocio. Seguido de éstos se encuentra el contrabando con 14% y los costos financieros con 8%. Es importante recalcar que los créditos bancarios no parecen ser un inconveniente para los comerciantes, ya que sólo un 6% opina que son el riesgo principal para su negocio.

La confianza comercial se recupera

En el mes de diciembre el Índice de Confianza Comercial ICCO tuvo una recuperación con respecto al mes anterior. En dicho mes el índice se alejó del terreno negativo en el que se encontraba desde octubre del 2008. Con respecto a noviembre, este indicador aumentó 10 puntos (Gráfico 5). Esta mejora corrobora la percepción de que las ventas del sector durante el mes de diciembre tuvieron un mejor comportamiento respecto a lo que se esperaba. Aunque el índice presentó una importante recuperación, aun no hay suficiente información para determinar un cambio de tendencia.

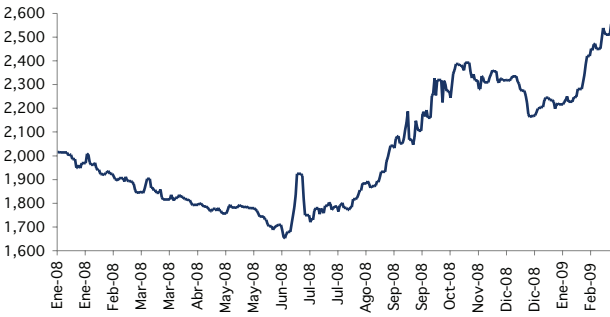
En cuanto a los componentes del ICCO (la situación económica actual, la situación económica durante los próximos seis meses y el nivel de existencias), los tres presentaron una mejora en sus balances en comparación al mes anterior. El balance de la pregunta acerca de la situación económica mejoró en 13 puntos, pasando de un balance de 19 en noviembre a 32 en diciembre de 2008. En la misma línea, las expectativas económicas para los próximos seis meses mejoraron, al pasar de -14 a 2 en el último mes. El tercer componente del ICCO, que se refiere al nivel de existencias para el período actual, registró un balance de 24 puntos, 1 punto mejor que el mes anterior.

TASA TES 2020



Fuente: Bloomberg

TASA DE CAMBIO
Peso/US



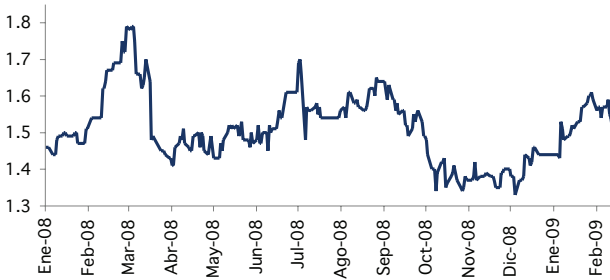
Fuente: Bloomberg

ÍNDICE DE LA BOLSA DE VALORES
DE COLOMBIA IGBC



Fuente: Bloomberg

PRECIO DEL CAFÉ COLOMBIANO SUAVE ARÁBICA
(DÓLARES/LIBRA)



Fuente: International Coffee Organization

PROYECCIONES PIB COLOMBIA (CRECIMIENTO REAL ANUAL, %)

	2009	2010
Institución		
Fedesarrollo	1.6	2.4
Consensus (promedio)	2.1	3.0
Más alto	3.5	5.0
Más bajo	-0.2	1.1
Desviación estándar	0.5	0.3

Fuente: Latin Focus Consesu Forecast



FEDESARROLLO

Centro de Investigación Económica y Social

INVESTIGACIÓN

- Coyuntura y proyecciones económicas
- Política macro y fiscal
- Pobreza, educación y desigualdad
- Educación, salud y pensiones
- Mercado laboral
- Organización industrial, comercio, mercados financieros
- Análisis sectoriales
- Evaluaciones de impacto

PUBLICACIONES

- Coyuntura económica y social
- Tendencia económica
- Economía política
- Cuadernos de Fedesarrollo
- Prospectiva: Perspectivas económicas de corto y mediano plazo



ENCUESTAS

- Opinión empresarial
- Opinión al consumidor
- Opinión financiera
- Social longitudinal de hogares

EVENTOS

- Debates de coyuntura
- Conferencias
- Seminarios

www.fedesarrollo.org.co

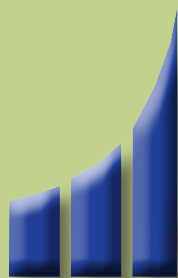
Tel. (57+1) 3259777 Ext. 340

Fax. (57+1) 3259770

A.A. 75074 / E-mail.

comercial@fedesarrollo.org.co

Bogotá D.C. - Colombia



FEDESARROLLO

Centro de Investigación Económica y Social