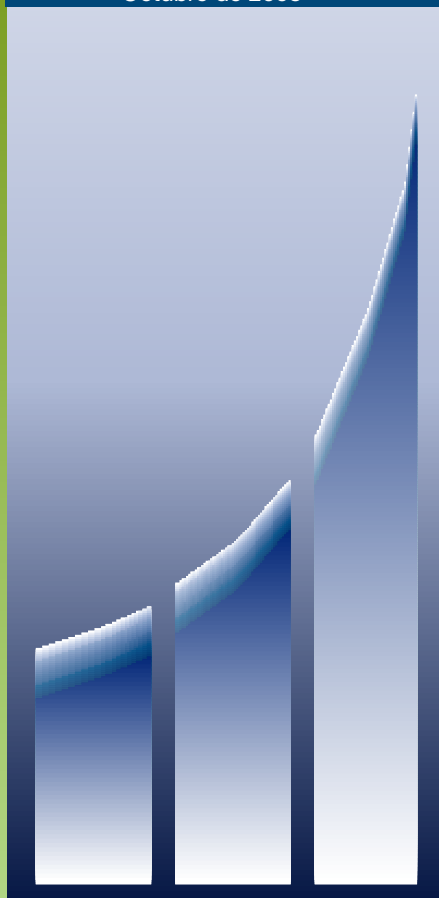


TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

78

Octubre de 2008



FEDESARROLLO

Director adjunto
Mauricio Santa María.

TENDENCIA ECONÓMICA

Directora
Camila Pérez M.

Investigadores asistentes
Julián Márquez A.
David Forero

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

Editorial: La economía en 2009: Qué esperar en un escenario adverso

Actualidad: La crisis financiera y su impacto sobre Colombia

Encuesta de Opinión Financiera

Encuesta de Opinión del Consumidor

Encuesta de Opinión Empresarial

Indicadores Económicos

La economía en 2009: Qué esperar en un escenario adverso

El mes de octubre será, sin duda, recordado como uno de los más volátiles y de peor desempeño de los mercados financieros mundiales en los últimos diez años. La profundización de la crisis hipotecaria en Estados Unidos, que también terminó afectando a Europa, produjo la quiebra de varias entidades bancarias, hizo necesaria la nacionalización de otras y llevó, en un hecho sin precedentes, a que los bancos centrales alrededor del mundo redujeran sus tasas de intervención sincronizadamente, al mismo tiempo que se anunciaban paquetes de rescate para los bancos, tratando de restablecer el flujo de crédito y la confianza de los inversionistas. En otro hecho sin precedentes, las autoridades de Estados Unidos han ofrecido recursos de salvamento a los sistemas financieros de otros países como México y Brasil. El coletazo de esta situación se está comenzando a sentir con fuerza en los países emergentes, ensombreciendo el panorama económico para el año entrante.

En el último informe del Fondo Monetario Internacional (FMI), la proyección de crecimiento mundial se redujo de 5% en 2007 hasta 3,7% en 2008 y 2,2% en 2009. Para Estados Unidos, se estima una desaceleración de la economía que llevaría a que el PIB crezca 1,4% este año y -0,7% el siguiente, mientras que para la zona Euro, los números hablan de 1.2% a -0,5%. De esta manera, solo hacia finales de 2009 veríamos una recuperación del crecimiento económico mundial. A pesar de que sentirán el impacto de la crisis, las economías emergentes serán más resistentes, gracias a las ganancias de productividad y a las mejoras estructurales en sus políticas económicas de los últimos años, especialmente las relacionadas con la regulación financiera. En gran parte, la economía mundial se sostendrá gracias al buen desempeño de los países asiáticos, cuya tasa de crecimiento para el año entrante se estima en 7%. Para América Latina, el FMI espera una tasa de crecimiento de 4,5% este año y de 2,5% el entrante.

Para Colombia el primer impacto de una desaceleración de la economía de Estados Unidos se sentirá a través de una reducción en las exportaciones hacia ese país, que representaron un 41% del total de las exportaciones entre enero y agosto de este año, y que están constituidas fundamentalmente por hidrocarburos. Pero además, un 14% de las exportaciones colombianas se va para Venezuela, lo cual constituye un riesgo adicional, teniendo en cuenta la fuerte dependencia que esa economía tiene del precio del petróleo. Según los cálculos de Fedesarrollo, la caída en la demanda externa, junto con los menores precios de los *commodities*, podrían restarle 1,1% a la tasa de crecimiento del año entrante.

Por su parte, los flujos de financiamiento se encarecerán, e incluso podrían frenarse el año entrante, lo cual afectaría principalmente al gobierno, que planea emitir \$1.000 millones de dólares en bonos en 2009. A su vez, las restricciones al financiamiento privado y los menores precios de los *commodities* tendrán un impacto sobre los flujos de inversión extranjera directa, que están fuertemente concentrados en el sector de hidrocarburos. Fedesarrollo estima que la caída en la inversión pública y privada

PATROCINADOR:



DAVIVIENDA

por cuenta de este efecto reduciría el crecimiento de 2009 en 0,4% adicionales.

Por último, las remesas de los colombianos en el exterior, que suman cerca de \$4.000 millones de dólares (2% del PIB aproximadamente), provienen en su mayoría de Estados Unidos y España. Aunque al primer semestre de 2008 seguían creciendo, no se puede descartar una caída asociada al deterioro de esas economías y, en particular, de sectores como el de la construcción, que emplean una buena parte de los emigrantes. Esta reducción implicaría un menor consumo privado, que estimamos en 0,1% del PIB adicionales.

Por cuenta del apretón crediticio, el crecimiento del consumo y la inversión privados continuará cediendo, mientras que sectores como la industria y la construcción de vivienda seguirán deteriorándose. Las últimas encuestas de Fedesarrollo muestran que la confianza de los consumidores y los industriales siguen de capa caída, mientras que el índice de condiciones para la inversión también se redujo. Los empresarios manifiestan que los dos principales problemas que afrontan actualmente son la baja demanda y la rotación de cartera. Todo lo anterior apunta a que en Colombia el crecimiento del PIB el año 2009 será inferior al de 2008, y, en opinión de FEDESARROLLO, rondará entre el 2,7% y el 3,1%. La pregunta es cual podría ser la respuesta de política ante un escenario como el descrito.

En términos de la política fiscal, como lo dijimos en una editorial previa de Tendencia, el presupuesto de gastos que se aprobó el 20 de octubre está basado en unos supuestos muy optimistas. El mismo gobierno ya reconoció que el crecimiento del PIB el año entrante no será de 5% sino de 3,5%, en línea con lo que Fedesarrollo había sugerido desde hace un mes. Esto va a implicar una caída en el recaudo tributario, que estimamos en 0,3% - 0,5% del PIB. Pero además, es evidente que el supuesto de inflación de 6% para 2008 tampoco se va a cumplir, lo cual se traducirá en mayores presiones de gastos de funcionamiento. Así mismo, la devaluación y el incremento en las tasas de interés como consecuencia de la volatilidad de los mercados financieros, aumentarán el servicio de la deuda el año entrante. Según cálculos de Fedesarrollo, el mayor déficit de gobierno por el efecto combinado de una caída en los ingresos y un aumento en los gastos podría estar entre 0,5% y 0,8% del PIB, que se suman, al déficit ya estimado de 3 puntos del PIB para el 2009.

Lo anterior implica que las necesidades de financiamiento serán mucho mayores a las inicialmente estimadas, en un año en el que no serán precisamente los mercados externos quienes estarán dispuestos a suplirlas. El gobierno ya anunció que, en caso de no poder colocar los bonos que se incluyeron en el presupuesto, los bancos multilaterales cubrirían esa necesidad. Pero si a esto le agregamos que el presupuesto contempla como fuente de financiamiento la privatización de Isagen por \$1,5 billones de dólares, el faltante puede ser mayor. En una coyuntura como ésta, y en tanto el gobierno ha manifestado no estar dispuesto a reducir el presupuesto de gastos, no queda alternativa distinta a aumentar las metas de financiamiento interno para 2009, lo cual traerá como consecuencia presionar al alza las tasas de interés, y afectará la construcción de vivienda y la inversión privada.

En cualquier caso, es evidente que como consecuencia de no haber hecho un ajuste fiscal más riguroso cuando hubo la posibilidad de hacerlo, entre 2004 y 2007, la política fiscal no podrá ser usada como herramienta para mitigar la desaceleración económica.

En términos de la política monetaria, el panorama no es del todo claro. Si bien es evidente que la desaceleración económica apunta hacia un relajamiento de la política monetaria, el panorama en el frente inflacionario aun no está enteramente despejado. Aunque evidentemente el menor crecimiento económico y el nuevo ciclo en el precio de los *commodities* apuntan a una reducción en la inflación, la depreciación de la tasa de cambio y la incertidumbre sobre importantes decisiones en materia salarial apuntan en el sentido contrario. Una disminución apresurada de las tasas de interés podría incrementar las expectativas inflacionarias de los agentes y traducirse en mayores tasas de interés de la deuda interna, encareciendo aún más el financiamiento del gobierno. La Junta Directiva del Banco de la República deberá monitorear de cerca la situación de la economía mundial y los indicadores locales, ojalá en un ambiente exento de presiones políticas.

Es importante anotar que el sistema bancario y el sector real han comenzado a sentir el apretón crediticio, en la medida en que las líneas de crédito en dólares se han cerrado y encarecido. En una decisión oportuna, el Banco de la República optó por reducir los encajes. Así mismo, con las compras definitivas de TES y las operaciones de liquidez transitoria, el Banco busca garantizar que los recursos del sistema financiero, que venían contrayéndose en la primera mitad del año, sean suficientes en la actual coyuntura.

En medio de la incertidumbre, es importante destacar que el sector financiero está mucho mejor preparado que a finales de los noventas para afrontar la crisis. Los mayores controles a la asignación de créditos, aplicados desde principios de 2007, han evitado el incremento de la proporción de clientes riesgosos dentro del crédito agregado. Por su parte, el indicador de cubrimiento (provisiones/cartera vencida) pasó de promediar 30% a finales de los noventa hasta llegar a 120% en 2008. En este sentido, valdría la pena evaluar prudentemente la propuesta del gobierno de incrementar las provisiones del sistema financiero, aprovechando que las utilidades de los bancos permanecen en niveles altos.

Por último, como lo mencionamos en la editorial pasada de Tendencia, el panorama en materia de empleo también es preocupante. En septiembre, por tercer mes consecutivo, la tasa de desempleo registró un aumento. Los altos costos parafiscales son un problema estructural que implicarán que, en la medida en que la economía continúe desacelerándose, las rigideces laborales que determinan los impuestos a la nómina se constituirán en un obstáculo cada vez mayor para la generación de puestos de trabajo y profundizarán aún más la segmentación del mercado y la informalidad. Todo esto apunta a que en 2009 los colombianos tendremos que convivir con tasas de desempleo no inferiores a 12% -13%, con los efectos negativos que esto tiene sobre el consumo de los hogares. En este sentido, como lo profundizaremos en la próxima edición de Tendencia, la negociación del salario mínimo que se llevará a cabo en diciembre será crítica, para evitar que se incrementen las expectativas inflacionarias y que el desempleo aumente todavía más, factores ambos que serían combustible para una desaceleración mayor de la economía.

La crisis financiera y su impacto sobre Colombia

El 15 de septiembre de 2008 será recordado como un punto de inflexión en la historia económica mundial. Ese lunes, después de un fin de semana de infructuosas negociaciones, Lehman Brothers, el cuarto banco de inversión más grande de Estados Unidos, se declaró en bancarota, al mismo tiempo que el Bank of America anunció la compra de Merrill Lynch. Aunque el default de las hipotecas *subprime* había comenzado un año atrás, estos hechos pusieron en evidencia que la actual crisis financiera sería probablemente la más grande desde la Gran Depresión, y que pondría fin a más de cinco años de expansión de la economía mundial.

La quiebra de varias entidades bancarias y la nacionalización de otras en los países desarrollados han acentuado la caída global de los índices bursátiles, la contracción generalizada del crédito y un aumento en la aversión al riesgo. La masiva intervención oficial en el sistema financiero lleva a pensar que la crisis va a conducir a un cambio estructural en el funcionamiento del sector, con una banca más regulada y con instituciones más cautelosas a la hora de asumir riesgos.

El proceso de transición seguramente implicará que se prolongue la situación de volatilidad financiera y que el impacto negativo sobre la actividad real se intensifique, en la medida en que el canal del crédito permanezca cerrado y se hagan palpables los efectos sobre la demanda agregada de la enorme pérdida de riqueza de los agentes económicos que poseen finca raíz y/o activos financieros. En este artículo analizamos los factores que crearon las condiciones para que la caída del precio de la vivienda en Estados Unidos desatara una crisis financiera de semejantes proporciones, la cual ocasionará una recesión en los países avanzados y una significativa disminución de la actividad económica en el resto del mundo.

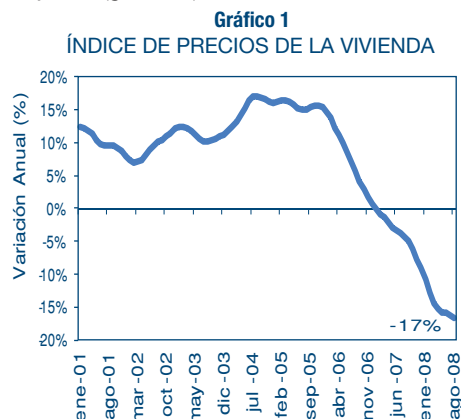
El origen de la crisis

La crisis por la cual atraviesa la economía mundial se gestó entre 2002 y 2006, en un contexto de abundante liquidez y bajas tasas de interés en Estados Unidos, condiciones que, en un ambiente de creciente desregulación financiera, facilitaron que agencias hipotecarias, confiando en el respaldo que otorgaba la valorización de las viviendas, asumieran riesgos excesivos colocando préstamos en segmentos de alto riesgo, a través de las llamadas hipotecas *subprime*. Este tipo de préstamos, que en 2006 representaban el 40% del total de hipotecas en Estados Unidos, atraían hogares sin capacidad de pago a través de cuotas mínimas, o en algunos casos incluso sin cuota inicial (*no money down*), con tasas de interés muy bajas al comienzo, pero que luego de unos años se ajustaban a las de mercado (*adjustable rate mortgages* o ARM). Si bien los hogares asumían el riesgo de un incremento en las tasas de interés, se esperaba que esto se compensara con la valorización de la finca raíz, como de hecho lo hizo entre enero de 2002 y diciembre de 2006, cuando el índice S&P-Case-Shiller de precios de la vivienda experimentó un crecimiento de 68,5%.

Estas hipotecas eran agrupadas y empaquetadas por los bancos de inversión a través de procesos de titularización (*securitization*)

en sofisticados instrumentos financieros, que eran vendidos en el mercado de valores a través de instrumentos denominados *Mortgage Backed Securities* (MBS) y *Collateralized Debt Obligations* (CDO), que estaban fundamentados o bien en un conjunto de hipotecas o bien en un *pool* de hipotecas y otros bonos. En principio, este proceso permitía diversificar el portafolio de los inversionistas y disminuir los riesgos, con lo cual se generaban beneficios para todos los agentes. Por un lado, los bancos de inversión compraban el derecho a las hipotecas y, mediante ingeniería financiera, vendían derivados que proporcionaban una alta rentabilidad. Por el otro, en un ambiente de bajas tasas de interés y alto apetito por riesgo, los inversionistas tenían acceso a activos con un rendimiento interesante y una alta calificación por parte de las agencias calificadoras de riesgo. De esta manera, el riesgo quedaba en cabeza de aquellos agentes con mejor disposición a soportarlo. Las altas ganancias en el sector financiero implicaban, además, una alta rentabilidad para sus accionistas y mayores ingresos para el gobierno en forma de impuestos.

La estructura de “pagos en cascada” -que permitía esquemas de pagos diferentes a agentes con distinta aversión al riesgo- y la compleja composición de estos instrumentos financieros dificultaron la medición de riesgo y aumentaron la opacidad del mercado. Cuando la Reserva Federal comenzó a subir la tasa de interés para frenar las presiones inflacionarias y facilitar un “*soft landing*” de la economía norteamericana -la tasa de interés pasó de 1% en junio de 2004 a 5,25% en junio de 2006-, muchos hogares vieron cómo los intereses de sus préstamos se ajustaron al alza, lo que les imposibilitó el servicio de sus deudas y propició una venta masiva de viviendas, en un momento en que el precio de las mismas ya comenzaba a ajustarse hacia abajo. El incremento masivo de la oferta reforzó la caída de los precios, hasta el punto que éstos se ubicaron por debajo del valor de los créditos. La pérdida de confianza en el pago de las hipotecas, activos que respaldaban los derivados, hizo que la valoración de MBSs y CDOs cayera. Muchos bancos que tenían parte de estas emisiones en sus balances tuvieron que empezar a reconocer pérdidas, proceso que empeoraba en la medida en que los precios de la vivienda seguían cayendo (gráfico 1).

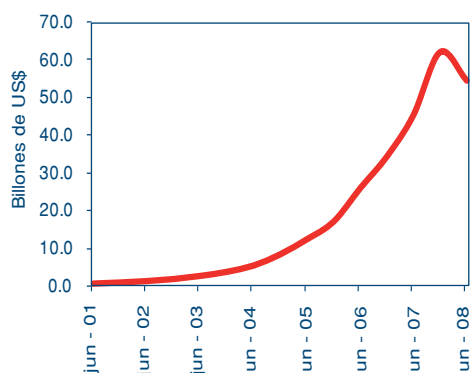


Fuente: S&P / Case-Shiller Home Price Index Composite 20

Por su parte, las compañías aseguradoras habían emitido instrumentos conocidos como *credit-default swaps* (CDS), derivados a través de los cuales los inversionistas se aseguran

contra la eventual cesación de pagos de una contra parte en un contrato. Como se ve en el gráfico 2, el volumen transado de CDS pasó de ser mínimo en 2001 a superar los 60 billones de dólares en 2007. Estos instrumentos, junto con otros como los futuros, las opciones y los swaps, permitieron que el mercado incrementara su nivel de apalancamiento, dado que la regulación existente implica que el nivel de patrimonio requerido para operar con estos instrumentos sea inferior al de los créditos. En un mercado al alza, el mayor apalancamiento no representaba un riesgo alto y beneficiaba a las dos puntas del sistema: los emisores de los títulos y los inversionistas. No obstante, cuando comenzó la crisis, el mercado empezó a quedarse sin compradores para estos instrumentos. Ello exacerbó el riesgo de contraparte y obligó a las entidades financieras a hacer fuertes provisiones en sus balances.

Gráfico 2
VOLUMEN TRANSADO DE CDS (BILLONES DE US\$)



Fuente: ISDA

El “desapalancamiento” y las consecuencias sobre la economía mundial

Los primeros en sufrir el impacto de la crisis fueron los bancos de inversión, que tenían que responder a los inversionistas por activos cuyo respaldo eran los créditos hipotecarios. Después entraron en problemas instituciones que servían de intermediarias del mercado hipotecario, incluidas Fannie Mae y Freddie Mac, nacionalizadas a principios de septiembre. Finalmente, grandes aseguradoras como AIG fueron afectadas por la moratoria masiva de los hogares endeudados, lo que las obligó a asumir las pérdidas asociadas a los CDS que habían emitido. Instituciones como los fondos de cobertura (hedge funds) sufrieron deterioros en sus portafolios, asociados al endurecimiento de las condiciones de crédito dentro del sistema financiero.

En la actualidad, el sistema financiero está pasando por un fuerte proceso de desapalancamiento o *deleveraging*. Al registrar en el patrimonio las pérdidas asociadas a la caída del valor de los derivados, el apalancamiento de las instituciones financieras se disparó, lo cual las obligó a buscar una reducción de activos y un aumento de capital mediante la venta de sus activos más líquidos y la contracción del crédito otorgado. La turbulencia financiera se vio exacerbada por el cierre abrupto del mercado de derivados, lo que frenó el establecimiento de precios de referencia y la valoración de estos instrumentos y dificultó aún más la medición de las pérdidas. Adicionalmente, la volatilidad del mercado ha implicado que el financiamiento de largo plazo quedara prácticamente inactivo.

La pérdida de confianza generalizada en el sector financiero se tradujo en un desplome de los indicadores bursátiles globales. Tanto las bolsas de Estados Unidos como la de los otros países

desarrollados han mostrado una volatilidad sin precedentes, experimentando del 6 al 10 de octubre una “semana negra” con caídas cercanas al 20%. Los mercados de valores de las economías emergentes han mostrado un comportamiento semejante, y las bolsas de Asia y de América Latina han tenido un significativo deterioro. El fuerte incremento en la aversión al riesgo se puede observar en la volatilidad de los mercados financieros, que ha marcado máximos históricos a lo largo de todo el mes de octubre.

La decidida reacción de las autoridades monetarias, en un esfuerzo por enfrentar los tres problemas que actualmente afectan al sistema financiero (capital, liquidez y financiamiento), consistió en una inyección masiva de liquidez a las instituciones en problemas, la compra al sector bancario de deuda mala y, más recientemente, la relajación de la política monetaria. En efecto, la aprobación por el Congreso de Estados Unidos de dos paquetes de ayuda por US\$700 mil millones y US\$125 mil millones y la decisión del pasado 8 de octubre, en la que seis bancos centrales de países desarrollados, incluidos la Reserva Federal y el Banco Central Europeo, redujeron simultáneamente su tasa de interés de referencia 50 puntos básicos –con la posterior reducción de 50 puntos adicionales por parte de la FED–, constituyen hechos históricos. Aún así, el FMI estima que el capital requerido para restaurar la solvencia del sector bancario en los países desarrollados rondaría US\$675 mil millones adicionales, dos terceras partes de éstos en Europa.

En los países avanzados, los canales de transmisión de la crisis financiera hacia el sector real son diversos. Por un lado, los inversionistas han incrementado su apetito por dólares y por bonos del Tesoro, lo que ha llevado a una depreciación de las demás monedas y a una caída de los precios de los *commodities*. Esto ha ayudado a reducir las presiones inflacionarias y a facilitar políticas monetarias expansivas. Por otra parte, las pérdidas registradas en los índices bursátiles y la caída en los precios de la vivienda han llevado a una reducción generalizada de la riqueza, lo cual afectará el consumo. Por último, la financiación a través de bonos por parte del sector corporativo se ha visto limitada por el aumento generalizado de las primas de riesgo (spreads), a lo cual se añaden las restricciones del crédito de corto plazo y el incremento en el precio de los préstamos interbancarios, con lo cual la inversión privada también se frena.

En los mercados emergentes la crisis puso de manifiesto la fuerte dependencia que existe respecto de los países avanzados, con lo cual se desvirtuó la teoría del ‘*decoupling*’, si bien es cierto que hay países que han tenido un mejor desempeño que otros.

El proceso de reestructuración del sector financiero de los países desarrollados ha llevado a buscar una reducción de la exposición al riesgo de mercado, lo que ha afectado el apetito del capital internacional por los activos de los mercados emergentes. Esto ha generado en varias regiones una fuga de capitales, una depreciación de las monedas y una fuerte caída de las bolsas, ciclo que se agudizó en los países con grandes déficits en cuenta corriente, como los de Europa del Este. En América Latina la fragilidad se ha plasmado, además, en el impacto que está teniendo la reducción de los precios de la energía y los alimentos, especialmente en países como Venezuela y Argentina, que han utilizado los ingresos extraordinarios del petróleo y la soya, respectivamente, para financiar un incremento permanente del gasto público. El enfriamiento de la demanda de los países desarrollados va a tener un fuerte impacto sobre el sector externo de América Latina,

donde los países más afectados serán aquellos cuyas exportaciones son altamente dependientes del mercado de Estados Unidos, como es el caso de México. Por último, el aumento de la prima de riesgo ha afectado la financiación, tanto pública como privada. Según el FMI, la emisión externa de bonos corporativos de los mercados emergentes ha caído de US\$88 mil millones en los tres primeros trimestres de 2007 a US\$40 mil millones en 2008.

Impacto sobre Colombia

La economía colombiana evidentemente se verá afectada por la turbulencia financiera internacional y por la desaceleración en el crecimiento de la economía mundial. Los cuatro principales canales de transmisión serán, en orden de importancia, los flujos de comercio, la inversión extranjera directa, el financiamiento externo y las remesas de colombianos desde el exterior. En efecto, el fuerte crecimiento de las exportaciones en los años anteriores estuvo asociado a una mejora de los términos de intercambio y a un fuerte dinamismo de Estados Unidos y Venezuela. La recesión de la economía norteamericana y la desaceleración de la venezolana (según las estimaciones del FMI, Venezuela va a crecer 2% en 2009) van a tener un fuerte impacto sobre las exportaciones. De acuerdo con cálculos de Fedesarrollo, la menor demanda internacional y los menores precios de los commodities en 2009 incrementarán en cerca de 1,6% del PIB el déficit de la balanza comercial, si bien la devaluación y la menor demanda por importaciones compensarían parcialmente este efecto. El efecto volumen de la menor demanda internacional implicará 0,8 puntos porcentuales menos en el crecimiento económico en 2009 -0,5 por Estados Unidos y 0,3 por Venezuela-, mientras que el efecto precio de las menores cotizaciones de los productos básicos restará 0,3 puntos porcentuales adicionales.

El panorama de la inversión extranjera tampoco resulta muy prometedor el próximo año. La crisis financiera dificultará el acceso al crédito por parte de los inversionistas extranjeros, a lo que se le añaden las menores perspectivas de precios de los energéticos – en el primer semestre de 2008, el sector de hidrocarburos representó cerca del 56% de la IED que recibió el país-. Es plausible que la IED pase de US\$10.000 millones en 2008 a cerca de US\$8.800 millones en 2009, lo que tendría un impacto negativo de 0,8 puntos porcentuales sobre el crecimiento de la inversión privada y, por esta vía, disminuiría el crecimiento económico de 2009 en 0,2%. Por su parte, las remesas, que crecieron 20% entre el primer semestre de 2007 y el primero de 2008, eventualmente se verán afectadas por la caída en la actividad de sectores intensivos en mano de obra en Estados Unidos y España, particularmente la construcción, lo que hará que la tasa de crecimiento de este rubro sea inferior a 5% en 2009.

Por último, el país sufrirá el impacto del endurecimiento de las condiciones de acceso al crédito externo. Tanto el sector público como el privado verán afectados sus planes de financiamiento por el incremento en el costo de los recursos externos. Así por ejemplo, los *spreads* sobre la deuda soberana aumentaron más de 500 puntos básicos entre el 2 de enero y el 24 de octubre de 2008. El gobierno enfrentará una situación en la cual el crédito se encarece y se vuelve más escaso, al mismo tiempo que el recaudo de impuestos disminuye (por la desaceleración de la actividad económica), y el servicio de la deuda se incrementa (por el aumento en las tasas de interés y la devaluación), complicando la posición fiscal. Si bien el Ministerio de Hacienda anunció que los recursos externos faltantes serán sustituidos por la banca multilateral, casi con seguridad será necesario un recorte del gasto público. Dadas

las restricciones de financiamiento, inevitablemente se hará necesaria una postura pro-cíclica de la política fiscal. Contrario a lo que sucede en el caso de los Estados Unidos --donde, a pesar de la crisis financiera, el gobierno enfrenta una amplia y creciente demanda por deuda soberana y, en consecuencia, logra financiar aumentos en el déficit fiscal en época de recesión-- en la mayor parte de los países emergentes, incluido Colombia, no existe alternativa distinta que recortar el gasto público cuando, bajo otro escenario financiero, lo lógico sería incrementarlo. La historia sería distinta si el gobierno colombiano hubiera hecho el ajuste fiscal en el ciclo de expansión económica, cuando tenía espacio para llevarlo a cabo.

¿Se avecina una nueva crisis para Colombia?

La salida neta de capitales como consecuencia de la crisis financiera que se inició en Asia en 1997 fue una de las principales causas de que el país entrara en 1999 en una de las peores recesiones de la historia. Uno de los catalizadores de la crisis fue el sector financiero, cuya vulnerabilidad se había incrementado tras un período de auge de crédito y *boom* de la demanda agregada, en el cual el órgano supervisor no obligó a la banca a realizar provisiones coherentes con el riesgo que estaba asumiendo. Una pregunta que surge es si el sistema financiero está preparado para ayudar al sector real a mantener un desempeño aceptable, o si, por el contrario, podría convertirse en un mecanismo de propagación de la crisis internacional a todo el sistema económico. Fedesarrollo considera que, si bien algunos indicadores no han evolucionado de manera muy favorable en el pasado reciente, en general el sistema financiero muestra signos de encontrarse preparado para afrontar la situación actual.

Como consecuencia del aumento de las tasas de interés a partir de 2006, el crecimiento del crédito viene desacelerándose desde hace un par de años, al tiempo que los indicadores de calidad para algunos tipos de créditos se han deteriorado paulatinamente. Los mayores controles sobre la asignación de créditos aplicados después de los primeros signos de incumplimiento en pagos presentados a principios de 2007, no obstante, han evitado el incremento de la proporción de clientes riesgosos dentro del crédito agregado. Por su parte, las medidas adoptadas por la Superintendencia Financiera con el objetivo de aumentar las provisiones han hecho que el indicador de cubrimiento (provisiones/cartera vencida) pasara de promediar 30% a finales de los noventa hasta llegar a 120% en 2008. Sin embargo, dado que este nivel es relativamente bajo respecto al de otros países de América Latina (tabla 1), y asumiendo que con la desaceleración económica la cartera podría llegar a deteriorarse aún más, Fedesarrollo considera que resultaría interesante, en línea con lo propuesto recientemente por el Presidente Uribe, estudiar con prudencia la propuesta

Tabla 1
INDICADORES DE SOLIDEZ FINANCIERA 2008

	Indicador de Solvencia		Calidad de Cartera*		Cubrimiento de Cartera Vencida*		Retorno sobre activos	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
América Latina	14.4	14.4	2.2	2.5	134.4	132.8	2.1	2.1
Argentina	16.8	16.8	2.7	2.8	129.6	122.3	1.5	1.7
Brasil	18.7	18.1	3.0	2.9	181.8	181.7	2.9	2.8
Chile	12.2	12.4	0.8	0.9	210.4	187.5	1.1	1.1
Colombia	12.8	13.3	3.2	3.9	134.5	120.2	2.3	2.7
México	16.0	16.0	2.5	2.1	169.2	184.0	2.8	2.9
Perú	11.7	12.2	1.3	1.3	131.6	139.4	2.5	2.6
Estados Unidos	12.8	12.8	1.4	1.7	156.5	189.4	0.8	0.6

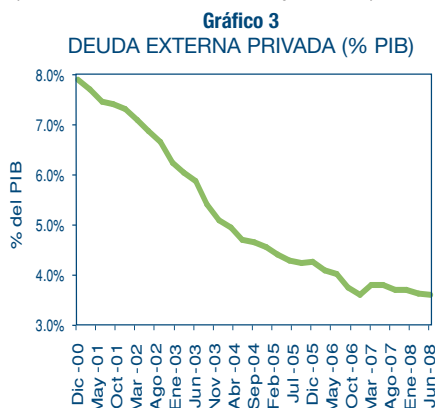
* El cálculo de cartera vencida puede variar de país a país.

Fuente: Perspectivas Económicas para las Américas, FMI

de incrementar las provisiones contracíclicas de la banca, aprovechando que la rentabilidad del sector todavía permanece alta.

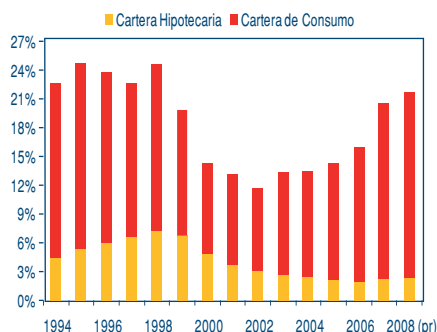
A diferencia de los años noventa, el actual régimen cambiario es flexible, lo que le permite al Banco de la República un mayor margen de maniobra en la política monetaria, con la devaluación de la tasa de cambio asumiendo parte importante del ajuste. En buenahora fueron desatendidas las sugerencias de algunos miembros del gobierno y de ciertos gremios de la producción quienes en el pasado reciente, cuando la tasa de cambio se estaba apreciando, no habían vacilado en proponer el establecimiento de una tasa de cambio fija. A lo anterior se le añade que las reservas internacionales, que se situaban a finales de 1999 por debajo de los US\$8.000 millones, se encuentran ahora por encima de los US\$23.500 millones. En cuanto a la deuda externa pública, que pasó de representar el 30% del PIB en 2003 al 13,7% en junio de 2008, está compuesta en un 97,5% por deuda de largo plazo, lo que reduce el riesgo de refinanciación¹.

A pesar de este panorama de fortalezas, ciertos indicadores indican que evidentemente la economía colombiana no está exenta de vulnerabilidades. Un ejemplo es el indicador de calidad de la cartera (cartera vencida/cartera bruta), que es el más alto de América Latina y que quebró su tendencia decreciente en 2008. Por su parte, si bien se observa una marcada reducción de la deuda privada externa, en su mayoría corporativa (gráfico 3),



Fuente: Banco de la República. Cálculos Fedesarrollo

Gráfico 4
CARGA FINANCIERA DE LOS HOGARES



Fuente: Banco de la República

¹ Por otra parte, el FMI aprobó recientemente una línea de apoyo para aquellos países emergentes que cuenten con un adecuado marco de políticas macroeconómicas. A través de un *Short-Term Liquidity Facility* (SLF), pone a disposición de los países, sin condiciones adicionales, hasta el 500% de su cuota en el FMI. De acuerdo con la cuota actual de Colombia, este instrumento garantizaría el acceso a un crédito de US\$5,8 billones de forma expedita.

según el Banco de la República la carga financiera de los hogares, medida como el pago por intereses y amortizaciones con respecto al total de salarios, viene creciendo en los últimos años (gráfico 4).

Reflexiones Finales

Cuando comenzaron a darse las primeras señales de enfriamiento del sector hipotecario norteamericano, en la segunda mitad de 2007, se pensó que los efectos se iban a limitar a segmentos particulares del mercado, como los activos crediticios y las instituciones financieras directamente expuestas al sector hipotecario. Sin embargo, con el pasar de los meses, se hizo evidente que los riesgos habían sido subestimados, dado el nivel de apalancamiento en el que se encontraba el sistema financiero global. Si bien Colombia presenta una mejora sustancial en su cuadro macroeconómico y el sistema financiero se muestra mucho más fuerte que en el pasado, la desaceleración que ya vienen registrando sectores productivos como la industria y el comercio puede agravarse con el deterioro de la dinámica del sector externo y la restricción internacional de crédito.

Partiendo de la proyección de crecimiento económico para el año entrante que había planteado Fedesarrollo a comienzos de este año, de 4,7%, se puede medir el efecto de cada uno de los canales de transmisión de la crisis financiera. Primero, Fedesarrollo estima que el impacto del enfriamiento de la demanda externa sobre el crecimiento económico colombiano puede llegar a alcanzar 0,8 puntos del PIB, del cual 0,5 puntos responden a la desaceleración de Estados Unidos y 0,3 a la de Venezuela. Por su parte, los menores precios del petróleo y los alimentos pueden restarle 0,3 puntos adicionales al crecimiento de 2009, por la vía de menores exportaciones. El endurecimiento de las condiciones internacionales de crédito se podría traducir en una menor inversión privada y pública, que le restarían al crecimiento 0,4% del PIB: 0,2% por una menor IED y 0,2 puntos porcentuales adicionales por una reducción del gasto público. A esto se le añade la reducción de las remesas, que afectan el consumo y el ingreso disponible de los hogares, y que reducirán el crecimiento del PIB en 0,1 puntos adicionales. Esto nos lleva a pronosticar un crecimiento económico cercano al 3,1% en 2009². Evidentemente, los riesgos son a la baja. Así por ejemplo, con un escenario en el que el precio del petróleo caiga a niveles cercanos a US\$50, las economías desarrolladas tengan crecimiento negativo y haya una mayor contracción del crédito internacional, el PIB colombiano podría reducir su crecimiento hasta 2,7% en 2009.

Por último, si bien la crisis financiera se sigue desenvolviendo, y no se sabe hasta dónde van a llegar los efectos del proceso de desapalancamiento del sistema, ya es posible obtener enseñanzas para evitar que una catástrofe económica de esta magnitud vuelva a suceder. La principal causa de la crisis fue la falta de regulación de las autoridades económicas, que, en un contexto de abundante liquidez, permitió que las instituciones bancarias asumieran fuertes riesgos con el fin de conseguir elevadas tasas de retorno. Por lo tanto, la principal lección es que se necesita prudencia monetaria para evitar burbujas y una estricta y permanente regulación y supervisión sobre el sector financiero.

² El escenario de proyecciones de Fedesarrollo tomó como supuestos para 2009: un precio promedio del petróleo de US\$70, crecimiento de Estados Unidos de 0,2%, crecimiento de Venezuela de 2,3%, crecimiento del área euro de 0,1% y un spread promedio para la deuda colombiana de 510 puntos básicos.

La inflación disminuye y las expectativas de los administradores se mantienen a la baja

En el mes de septiembre, el 79% de los encuestados respondió que la inflación disminuiría en los próximos seis meses, y un 13% indicó que ésta aumentaría. Lo anterior ubica el balance de esta pregunta en -66%, superior al del mes de agosto en 10 puntos. (Cuadro 2). Es importante mencionar que la inflación en el mes de septiembre fue de -0,19%, y que significa una disminución en la variación anual de la inflación de 0.3 puntos porcentuales (pasó de 7,85% en agosto a 7,55% en septiembre). Esta caída se explica por una reducción en los precios de los alimentos, tendencia que deberá continuar en los próximos meses. Aun así, la inflación terminará por encima de la meta establecida por el Banco de la República. Dada las expectativas de inflación, los administradores ajustaron sus expectativas respecto a las tasas de interés. El balance neto de la pregunta pasó de -13 puntos en agosto a -37 en septiembre, lo cual implica que el 37% neto de los administradores espera que la tasa de intervención del Banco de la República disminuya en los próximos seis meses.

Los factores externos son la principal preocupación de los inversionistas

Dada la profundización de la crisis financiera internacional, durante el mes de septiembre la proporción de administradores que ven en este hecho la principal fuente de preocupación a la hora de invertir aumentó drásticamente. En efecto, 60,5% de los administradores encuestados manifestó estar preocupado por las condiciones externas. Esta cifra se ubica 6,7 puntos por debajo del valor registrado en el mismo mes de 2007, pero 52.6 puntos por encima del mes anterior. El segundo factor que más preocupa a los administradores de fondos es el crecimiento económico. Al parecer, la política monetaria ha pasado a un segundo plano, ya que en el mes de septiembre, solo el 7,9% de los encuestados afirmó que este era su mayor motivo preocupación a la hora de invertir. (Gráfico 1).

Los papeles atados a la DTF son los más apetecidos por los inversionistas

En septiembre de 2008 el 21% neto de los administradores espera incrementar su posición de bonos atados a la DTF, siendo estos los más apetecidos por parte de los inversionistas. En segundo lugar se ubican los TES de corto plazo (19% neto), mientras que en tercer lugar se encuentran los TES de largo plazo (10% neto). Finalmente se encuentran los de renta fija en dólares con un balance negativo de 5%. (Gráfico 2)

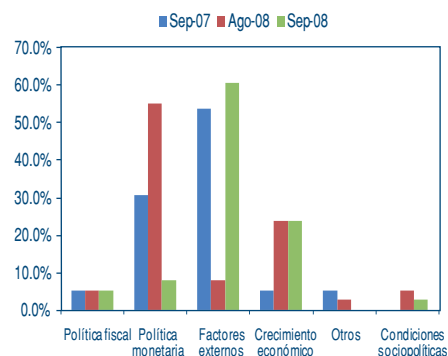
Cuadro 1
EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS PARA LOS PRÓXIMOS SEIS MESES (% NETO)

	AGOSTO	SEPTIEMBRE	Cambio (puntos porcentuales)
Tasa de interés del Banco de la República	-13%	-37%	-24.0%
Inflación	-56%	-66%	-10.0%
Tasa de cambio	-48%	24%	72.0%
Spread	-11%	26%	37.0%
Crecimiento económico	-84%	-87%	-3.0%

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

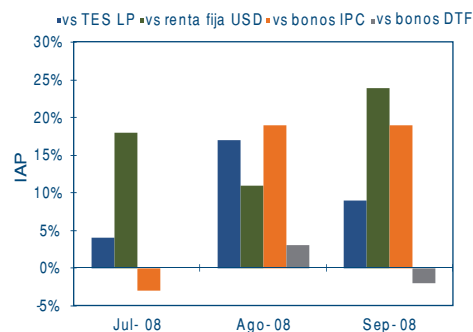
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC-Fedesarrollo

Gráfico 1
PREOCUPACIONES PARA INVERTIR



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC-Fedesarrollo.

Gráfico 2
ÍNDICE DE ACTIVO PREFERIDO - TES CORTO PLAZO



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC-Fedesarrollo.

La confianza continúa cayendo

Los últimos resultados de la Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo muestran que la confianza de los consumidores continúa descendiendo. El Índice de Confianza del Consumidor (ICC) en septiembre de 2008 alcanzó un registro de 14,8 puntos frente a los 18,3 puntos registrados en el mes de agosto. Es importante resaltar que este registro se sitúa 16 puntos por debajo de la cifra obtenida en el mes de septiembre del año anterior, cuando el ICC estaba en 30,8. (Gráfico 1)

Al analizar los componentes del ICC en el mes de septiembre, el mejor desempeño (balance más positivo) se registró en las expectativas del hogar un año adelante. En efecto, 48,31% de los encuestados manifestó que dentro de un año al hogar le va a estar yendo mejor que ahora, mientras que 11,84% expresó estar en desacuerdo con lo anterior. El 39,85% restante respondió que la situación va a ser similar a la actual. De esta forma, el balance a esta pregunta se ubica en 36,5%, lo cual implica un incremento de 0,5 puntos con respecto al mes inmediatamente anterior (36%). De la misma manera, el balance a la pregunta que mide la percepción económica actual de los hogares registró una leve recuperación. En esta medida, 37,42% de los hogares encuestados respondió que le está yendo mejor que hace un año, 34,05% indicó que su situación es peor y 28,53% piensan que la situación es igual. Así, el balance a esta pregunta se ubica en 3,4%, 0,6 puntos por encima que el mes pasado. Los componentes del ICC que preguntan acerca del las expectativas del clima económico y la disposición para comprar bienes durables, han mostrado las caídas más pronunciadas en los últimos meses. (Gráfico 2) La pregunta que se refiere a la disposición para comprar bienes durables, que aunque tiene un balance positivo de 27,3%, presenta una variación anual de -23,2 puntos y variación mensual de -3,2. Por otro lado, las expectativas de clima económico muestran la variación año corrido más negativa entre los componentes del índice. El balance de esta pregunta se ubica en 1,7%, 7,1 puntos menos que en el mes de agosto y -27,9 puntos menos que en el primer mes del año. En cuanto a las expectativas del país para dentro de un año, estas también cayeron, ubicándose en 5,4%.

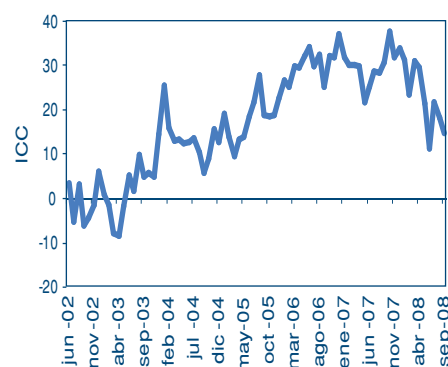
Cohherentemente con el comportamiento de la disposición de compra de bienes durables por parte de los hogares, el Índice de Condiciones Económicas (ICE) registró un retroceso de 1,3 puntos, al pasar de 16,6 en agosto a 15,3 en septiembre. De la misma manera, el Índice de Expectativas del Consumidor (IEC) para el mes de septiembre presentó un resultado desfavorable. El IEC se ubicó en un nivel de 15,5 puntos, lo que implica una caída de 4,9 puntos con respecto al registro del mes anterior (19,4). Con este resultado se registran dos meses seguidos de disminución en las expectativas del consumidor (Gráfico 3). De esta forma, no parece haber señales de una recuperación de la confianza de los consumidores. Desde mediados de 2007, tanto los índices como el consumo de los hogares reportado por el DANE muestran una tendencia sostenida a la baja.

Cuadro 1
RESUMEN DE RESULTADOS DE LA ENCUESTA DE CONSUMO

	Septiembre 2007	Agosto 2008	Septiembre 2008	Cambio mensual	Cambio anual
ICC	30.8	18.3	14.8	-3.5	-16.0
IEC	28.8	19.4	14.5	-4.9	-14.3
ICE	33.7	16.6	15.3	-1.3	-18.4

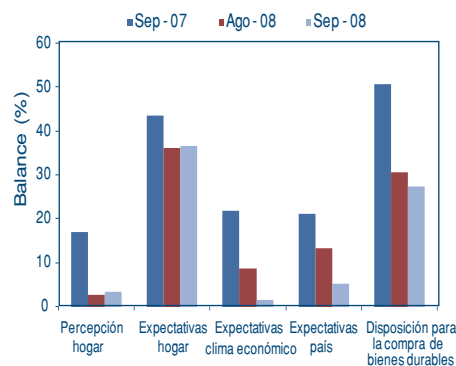
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) - Fedesarrollo.

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

En Cali se recupera la confianza

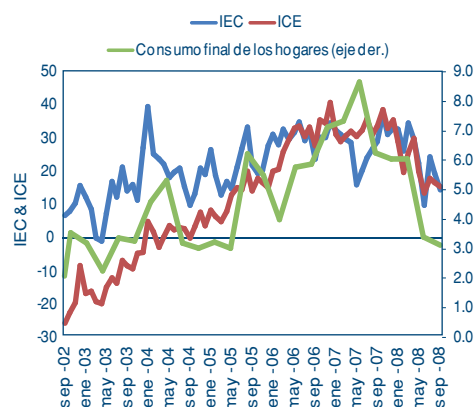
Los resultados de la EOC para el mes de septiembre de 2008 muestran a Cali como la única ciudad en la que se recuperó la confianza con respecto al mes anterior. Aunque esta se ubica todavía en tercer lugar, la confianza se incrementó en 2,7 puntos, pasando de 11,82 puntos en el mes de agosto a 14,54 puntos en septiembre. La ciudad que presenta la mayor confianza del consumidor sigue siendo Barranquilla con 18,42 puntos, seguida por Bogotá con 16,18 puntos y por Cali. Medellín se ubica en el último lugar con un 10,52 puntos, 4,7 menos que el mes anterior. (Gráfico 4) Finalmente, es de resaltar que en las cuatro ciudades se han registrado niveles de confianza más bajos respecto a los obtenidos en septiembre de 2007. Barranquilla y Bogotá son las ciudades con el menor deterioro (-9,9 y -14 puntos respectivamente), mientras que Medellín (con un registro inferior en 22 puntos) y Cali (con un registro inferior en 18,4 puntos) registraron las mayores pérdidas de confianza.

Al analizar el ICC por estratos, se ve una recuperación solo en el estrato alto. Este tuvo un leve aumento de 1,3 puntos con respecto al mes anterior ubicándose en 19,9 puntos, el registro más alto de los tres. El ICC en el estrato bajo, aunque presentó la mayor caída, se ubica en segundo lugar con 14,9 puntos, 11 menos que en el mes anterior y 12,2 menos que hace un año. Por último, el ICC del estrato medio registró 13,9 puntos, 10,1 menos que en el mes anterior.

El ahorro de los hogares de recupera

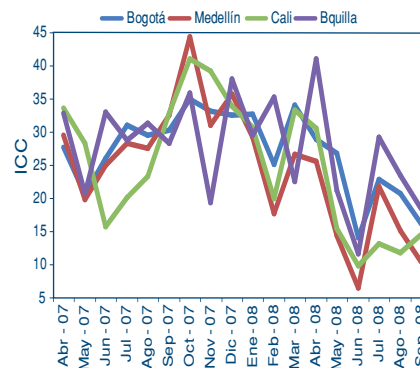
El resultado obtenido por la EOC para el mes de septiembre muestra un comportamiento favorable del ahorro de los hogares. Si bien el balance a esta pregunta siempre se ha ubicado en terreno negativo, en el mes de septiembre de 2008 se registró un balance de -42,7%, lo cual se traduce en un aumento de 1,2 puntos con respecto al mes de agosto, y una disminución de 8,1 puntos con respecto al mes de septiembre de 2007.

Gráfico 3
ÍNDICES DE EXPECTATIVAS DEL CONSUMIDOR Y CONDICIONES ECONÓMICAS



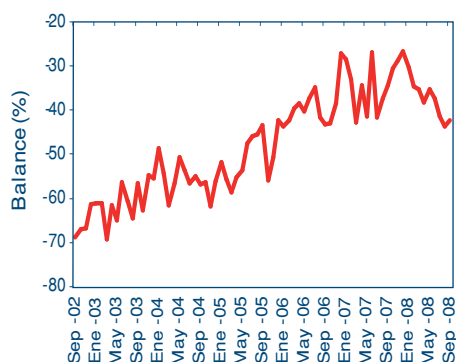
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) - Fedesarrollo

Gráfico 4
ICC POR CIUDADES



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

Gráfico 5
CAPACIDAD DE AHORRO DE LOS HOGARES



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

Continúa deterioro de la confianza industrial

Los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) para el mes de octubre de 2008 muestran un retroceso en el nivel de confianza de los empresarios. De esta forma, el indicador retomó su tendencia a la baja, luego de la recuperación registrada en septiembre. En efecto, El Índice de Confianza Industrial (ICI) registró un valor de -12 puntos, 3 puntos por debajo de lo observado el mes anterior y 25 menos que el mismo mes de 2007. (Gráfico 1).

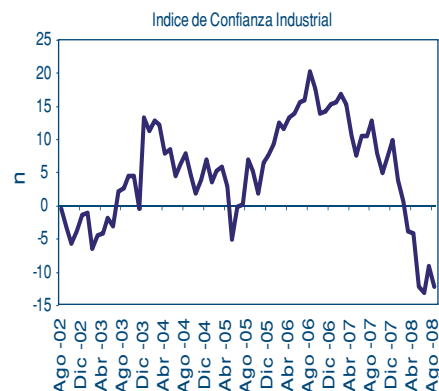
Los tres componentes del ICI (el nivel de existencias, el nivel de pedidos y las expectativas de producción para el próximo trimestre) presentaron un resultado negativo con respecto al mes anterior. En cuanto al nivel de existencias, el 20% neto de los encuestados afirmó tener niveles grandes de existencias a fin de mes, con una variación de un punto porcentual con respecto al mes anterior. (Gráfico 2). Esto se debe a que 26% de los empresarios manifestó manejar niveles grandes de existencias, mientras que 67% manifestó manejar niveles normales y 7% niveles pequeños. Por otra parte, de los tres componentes, el balance que tuvo la mayor caída (con respecto al mes inmediatamente anterior) fue el del volumen actual de pedidos. Solo un 7% de los encuestados afirmó tener un volumen alto de pedidos, mientras que un 48% afirmó lo contrario. Esto deja el balance de esta pregunta en -41 puntos, un valor no visto desde febrero de 2003. Por último, las expectativas de producción volvieron a caer, luego de haber mostrado signos de recuperación el mes anterior. El 34% de los encuestados aseguraron que su producción en los próximos 3 meses aumentará, el 10% dijo lo contrario y el 10% restante asegura que su producción va a disminuir.

Esta nueva reducción en el nivel de confianza empresarial se ha reflejado en una menor tasa de crecimiento de la producción industrial. Después de registrarse variaciones anuales superiores al 7% a lo largo de la primera mitad de 2008, en el mes de julio dicha variación registró un valor de 3,4%, cifra no registrada desde mediados de 2004.

Mientras que las condiciones sociopolíticas para la inversión se recuperan, las económicas no parecen tocar fondo

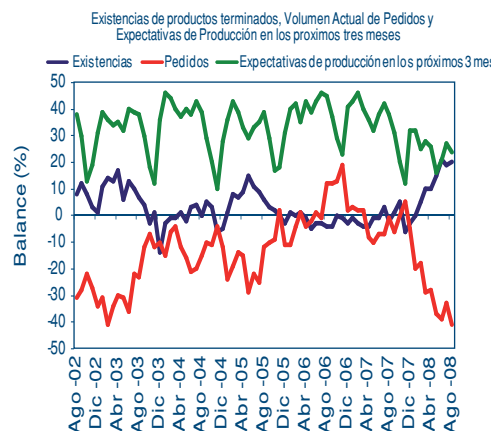
El módulo especial trimestral correspondiente al mes de mayo de 2008 incluye preguntas sobre las condiciones económicas y sociopolíticas para la inversión. Los resultados revelan que, mientras que las condiciones económicas muestran un continuo deterioro, las condiciones sociopolíticas registran una leve mejora. (Gráfico 3) De hecho, el 19% de los empresarios respondió que las condiciones económicas son favorables, mientras que 48% expresó que son neutras y 33% desfavorables. Así, el balance a esta pregunta se ubicó en -14%, 7 puntos por debajo del valor observado en marzo de 2008 y 52 puntos menos que en agosto de 2007. En cuanto a las condiciones sociopolíticas, el 28% de los empresarios manifestó que éstas son favorables mientras que 18% afirmó lo contrario y la mayor parte de los empresarios (54%) respondió que las condiciones sociopolíticas son neutrales para la inversión. De esta forma, el balance de esta pregunta se ubica en 10%, cifra dos puntos por encima de la observada el trimestre anterior.

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL (ICI)



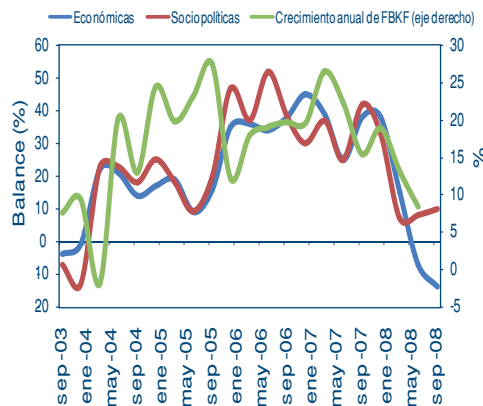
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) - Fedesarrollo

Gráfico 2
COMPONENTES DEL ICI



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) - Fedesarrollo

Gráfico 3
CONDICIONES PARA INVERSIÓN



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) - Fedesarrollo

La disminución de las condiciones económicas va de la mano del crecimiento de la formación bruta de capital fijo. Durante el primer semestre de 2008, la inversión creció a una tasa de 10,7%, 13,7 puntos porcentuales menos que durante el mismo semestre del año pasado.

Aumenta la utilización de la capacidad instalada

Dentro de la EOE trimestralmente se incluye una pregunta sobre la evolución de la utilización de capacidad instalada. En agosto de 2008 se registró un aumento en el porcentaje de utilización de la capacidad instalada. De hecho, las firmas encuestadas revelan que entre mayo y agosto del presente año el uso de la capacidad instalada aumento 0,91 puntos porcentuales al pasar de 67,7% a 68,6%. Este resultado muestra una reducción de 5,6 puntos porcentuales entre agosto 2007 y 2008. Lo anterior se ve reflejado en la percepción que tienen los empresarios sobre su capacidad para atender la demanda. En efecto, el 39% de los empresarios afirmó tener una capacidad instalada que es más que suficiente para afrontar la demanda de los próximos doce meses, el 58% afirmó que su capacidad instalada es suficiente y el 3% restante que es insuficiente. Así, el 36% neto de los empresarios cree que la capacidad instalada de sus firmas es más que suficiente; cifra que muestra un incremento de 20 puntos con respecto al registro de agosto de 2008.

La menor dinámica de la demanda es el principal problema que afecta a los empresarios

En la pregunta acerca de los principales factores que afectan el negocio, la baja demanda y rotación de cartera son los principales factores. Del total de encuestados, el 34% afirmó que la baja demanda era su principal problema. Este factor cada vez recoge un mayor porcentaje de respuestas ya que en agosto de 2007, solo el 18% pensaba de esta manera y en julio de este año, el 30% lo hacía. Este resultado se ve reflejado en la disminución del consumo privado en el país, ya que esta pasó de crecer a 6,7% en el 2007 a 3,3% en el primer semestre de 2008. El segundo factor que más afecta el negocio para el mes de agosto es la rotación de cartera. Un 16% de los encuestados, 2% más que el mes anterior, asegura que la rotación de su cartera es el mayor inconveniente para su negocio. Seguido de éstos esta el contrabando con 13% y el abastecimiento de productos extranjeros con 9%.

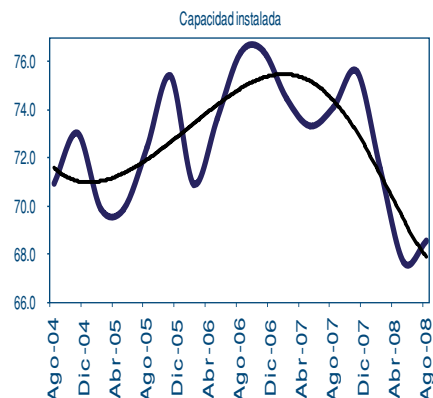
Retroceso en la confianza comercial

El Índice de Confianza Comercial (ICCO) presentó una disminución durante el mes de agosto. Luego de aumentar por dos meses continuos, el ICCO cayó 6 puntos con respecto al mes anterior. Este índice se ubicó en 7 puntos, 15 puntos menos que en el mismo mes de 2007. Los últimos resultados de la encuesta muestran una tendencia a la baja de este indicador patrón que ha seguido en los últimos meses a pesar de algunas recuperaciones (Gráfico 6).

En cuanto a los componentes del ICCO (la situación económica actual, la situación económica durante los próximos seis meses y el nivel de existencias) se evidencia un retroceso en dos de los tres componentes. Por un lado, el balance de la pregunta acerca de la situación económica presentó una disminución de 8 puntos pasando de un balance de 24 en julio a 16 en agosto del presente año. En la misma línea, las expectativas económicas para los próximos seis meses presentaron una reducción mayor al pasar de 33 puntos en julio a 22 en agosto. El tercer componente del ICCO,

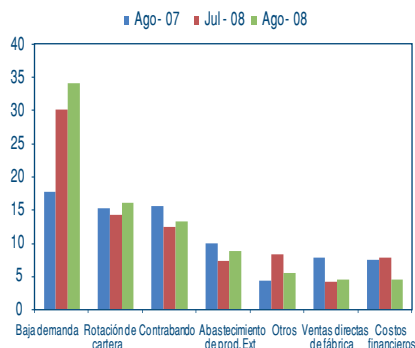
que se refiere a las existencias para el periodo actual, registró un balance de 16 puntos, 3 puntos mejor que el mes anterior y 14 puntos.

Gráfico 4
CAPACIDAD INSTALADA



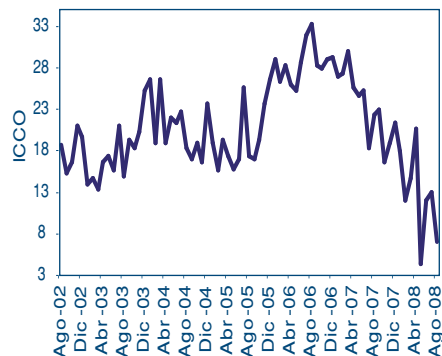
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) - Fedesarrollo.

Gráfico 5
PRINCIPAL PROBLEMA QUE AFECTA EL NEGOCIO



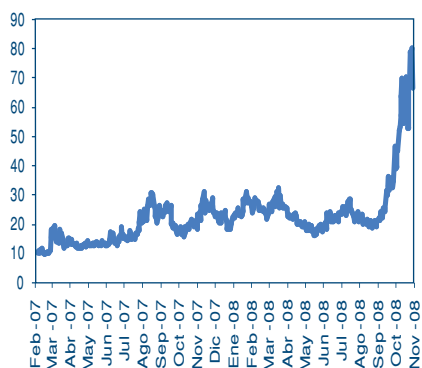
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) - Fedesarrollo

Gráfico 6
ÍNDICE DE CONFIANZA COMERCIAL (ICCO)



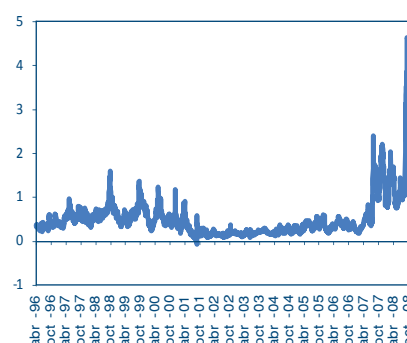
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) - Fedesarrollo

Indicador 1
ÍNDICE VIX



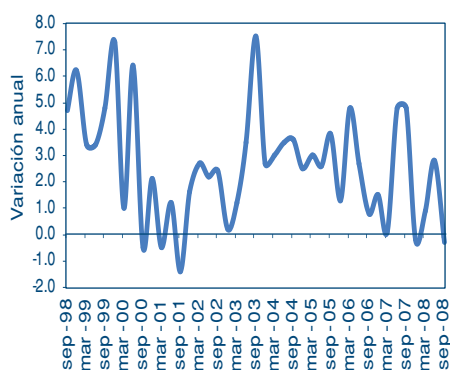
Fuente Bancolombia

Indicador 2
SPREAD TED



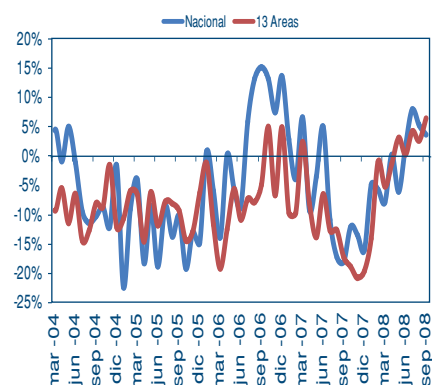
Fuente: Bloomberg

Indicador 3
VARIACIÓN ANUAL PIB EEUU



Fuente : BEA

Indicador 4
CRECIMIENTO DE LA TASA DE DESEMPLEO COLOMBIA



Fuente: DANE, Cálculos Fedesarrollo

PROYECCIONES PIB COLOMBIA
(Crecimiento real anual, %)

Institución	Proyección PIB (%)	
	2008	2009
Fedesarrollo	3.9	3.1
Consensus (promedio)	3.8	3.2
Más alto	4.5	4.0
Más bajo	2.7	1.9
Desviación estándar	0.6	0.6

Fuente: Latin American Consensus Forecast