

# TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

34

Enero de 2005



## FEDESARROLLO

**Director Ejecutivo**  
Mauricio Cárdenas S.

**Editora**  
Ximena Cadena O.

**Asistente**  
Carolina Ramírez L.

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

Editorial: Impacto Económico del Conflicto con Venezuela

Encuesta de Consumo

Encuesta de Opinión Empresarial

Actualidad: Las Medidas contra la Apreciación

Indicadores Económicos

ISSN 1692-035X

### *Impacto económico del conflicto con Venezuela*

El desacuerdo político entre los gobiernos de Colombia y Venezuela ha empezado a tener repercusiones económicas por cuenta de las medidas que el país vecino ha tomado en la frontera. El conflicto que surgió por el procedimiento de captura de Rodrigo Granda, guerrillero de las FARC el pasado 14 de diciembre, ha dejado al descubierto las diferencias ideológicas entre los gobernantes de los dos países. Para Uribe el tema es tan sensible que incluso toca con sus compromisos de campaña planteados en el Manifiesto Democrático que resume los 100 puntos que guiarían sus políticas como Presidente. Uno de dichos puntos establece que "...Toda nación que nos quiera ayudar a conseguir la paz debe hacerlo por conducto del Gobierno de Colombia. Que ninguna sea protectorado de nuestros delincuentes...". Pero a pesar de que el conflicto actual tiene un carácter político, su prolongación tendría consecuencias económicas indeseables para los dos países.

La decisión del presidente Chávez de cerrar el puente internacional y las carreteras y reducir el comercio binacional al mínimo afecta las exportaciones de Colombia, que de acuerdo con los datos del DANE alcanzaron un crecimiento de 23% anual hasta octubre del año pasado. Venezuela es el segundo socio comercial de Colombia, las exportaciones a ese país representan cerca de 10% de las exportaciones colombianas y su recuperación durante 2004 (140% de crecimiento a octubre) fue responsable de buena parte del crecimiento de las ventas de Colombia al mundo.

Las medidas del gobierno venezolano ya han generado efectos económicos. Los productos del sector de la minería han sido los primeros afectados. Desde el comienzo del conflicto, los controles para el paso de personas y bienes entre los dos países afectaron el abastecimiento de gasolina en los departamentos colombianos fronterizos. El gran diferencial de precios del combustible entre los dos países ha incentivado que los colombianos se desplacen a municipios cercanos en el vecino país para comprar la gasolina para su uso personal o para venderla en el comercio informal -como lo hacen los llamados *pimpineros*-. Un galón de gasolina cuesta alrededor de \$800 en Venezuela mientras que en Colombia el precio de referencia para el área metropolitana de Cúcuta se ubica en \$4.253,28. Probablemente, el programa de desmonte de subsidios a la gasolina que ha desarrollado el gobierno colombiano y que aumentó el precio del combustible en 17% durante 2004 ha fortalecido el incentivo.

Si bien el cierre de la frontera podría limitar el contrabando de gasolina que se calcula en cerca de 20.000 barriles diarios, la

### PATROCINADORES:



escasez en las zonas de frontera obligaría a destinar gasolina colombiana subsidiada para su abastecimiento. Esto limitaría el combustible disponible para exportación a precio internacional que hasta el tercer trimestre del año pasado generó US\$893 millones de ingresos, 33% más que en el mismo periodo del año anterior.

El carbón que se produce en Norte de Santander ha experimentado barreras para salir de Colombia rumbo a los mercados internacionales a través de los puertos venezolanos. La geografía hace mucho más difícil y costoso el transporte de este producto por las carreteras colombianas para llegar a Barranquilla. Por lo tanto, los productores de carbón en Norte de Santander utilizan las carreras venezolanas, que con 10 horas menos de camino, les permiten llegar a los puertos de La Ceiba y Maracaibo. En sólo un día de restricción para el tránsito fronterizo de este producto 1,8 miles de toneladas de carbón (avaluadas en US\$90.000) no pudieron ser exportadas. Las exportaciones de carbón alcanzaron US\$1,4 miles de millones durante 2004 y Norte de Santander, que exporta más del 70% de su producción, responde por 2% de ellas.

De mantenerse la imposición de las barreras al comercio bilateral podrían empezar a afectarse otros renglones de la producción colombiana, que al parecer hasta el momento no han visto el impacto de las medidas venezolanas. Los más afectados serían los de animales y sus productos -particularmente leche y productos cárnicos- y vehículos. En cada uno de esos rubros las exportaciones a Venezuela representan más del 60% del monto total exportado por Colombia en el sector. Además, han liderado la recuperación del comercio por cuanto su crecimiento acumulado a octubre de 2004 alcanzó 303% y 1.290% respectivamente. Otros sectores se destacan dentro de las exportaciones de Colombia a Venezuela entre ellos los textiles, los productos químicos y el papel y sus manufacturas.

Así pues, las consecuencias para Colombia de que Venezuela decida reducir al mínimo el comercio bilateral requerirían acciones en diversos frentes. Por una parte habría que definir una estrategia de abastecimiento de combustible para las zonas de frontera y una gestión de apoyo especial para el departamento de Arauca que recibe el grueso de sus alimentos y mercancías por vías venezolanas, que resultan más eficientes en el transporte hacia esa región que las colombianas. Además, otros sectores agrícolas e industriales tendrían que buscar nuevos destinos para sus productos. Este proceso no es sencillo, la crisis de 2003 demostró que si bien parte del comercio se trasladó a Ecuador, la caída en la demanda externa afectó fuertemente a los exportadores colombianos y representó un costo de aproximadamente 0,6 puntos de menor crecimiento de la economía durante ese año.

Pero la decisión del presidente venezolano que incluye utilizar el control de cambios para restringir el comercio con Colombia, también tendrá importantes repercusiones para el país vecino. La participación de las exportaciones de Venezuela a Colombia sobre el total de las venezolanas aumentó durante 2004 de 12% a 15%. Ambos países son el segundo socio comercial del otro, después de Estados Unidos, pero la dependencia de las compras del vecino es superior en Venezuela.

Además, las medidas venezolanas constituyen una señal de alerta para los inversionistas extranjeros pues representan un alto grado de discrecionalidad en las reglas del juego. Esto definitivamente alejará aún más la inversión extranjera de ese país con un impacto negativo sobre el crecimiento económico. Durante 2004 este rubro representó la cuarta parte de lo que era en 2000. Probablemente las decisiones de inversión extranjera en la región se orienten hacia Colombia y, si como ha sucedido hasta el momento, buena parte de esa inversión se concentra en el sector de petróleo y hidrocarburos que eventualmente podría salir de (o no entrar a) Venezuela, se podría avanzar en el camino del abastecimiento futuro de crudo en Colombia.

Sin embargo, la orientación hacia adentro de la política venezolana busca aprovechar los ingresos del petróleo para ampliar la intervención del estado en la economía de manera que se reduzca la dependencia de los socios internacionales, incluida Colombia. Esto podría hacer de la situación actual una coyuntura "favorable" para el país vecino para avanzar en el proceso de "endogenización" de su economía. Al parecer las importaciones de alimentos poco a poco se han concentrado en empresas estatales como Mercal. Con ese interés se justificarían medidas que van en contra de los tratados internacionales pactados en el marco de la Comunidad Andina de Naciones (CAN), la Organización Mundial de Comercio, entre otros.

La actual situación entre Colombia y Venezuela llama la atención sobre el papel de las instituciones internacionales en las decisiones de política comercial de los países miembros. Si bien la CAN ha advertido que las medidas de Venezuela no pueden afectar el comercio bilateral, las trabas en la frontera indican que el tema político ha primado sobre los acuerdos económicos internacionales. Habría que evaluar la efectividad de las instancias internacionales para asegurar que se cumplan sus condiciones y para garantizar las sanciones necesarias para los detractores.

Es importante que los gobiernos de ambos países logren resolver o neutralizar sus distanciamientos políticos sin afectar el intercambio comercial bilateral que tendría impactos indeseables sobre el crecimiento económico y el bienestar de sus poblaciones.

### La confianza de los consumidores se contrae en diciembre

El índice de Confianza de los Consumidores (ICC) disminuyó de 13,7 en noviembre a 12,9 en diciembre, con lo que frenó la recuperación que había iniciado en octubre (Gráfico 1). Cabe anotar que ésta es la primera vez que, no sólo el Índice se contrae en diciembre, sino que se ubica por debajo de lo registrado en el mismo mes del año anterior (14,5), aunque en agosto y septiembre se acercó bastante a los niveles de 2003. Este comportamiento indica que el nivel de confianza, que usualmente aumenta la disposición de los consumidores a comprar durante la temporada de fin de año, fue moderado y pudo haber ubicado las ventas por debajo de lo que esperaban los comerciantes. No obstante, el ICC se mantiene en un nivel relativamente alto y el promedio para 2004 (13,2) es muy superior al alcanzado durante 2003 (2,4) y 2002 (-6,8).

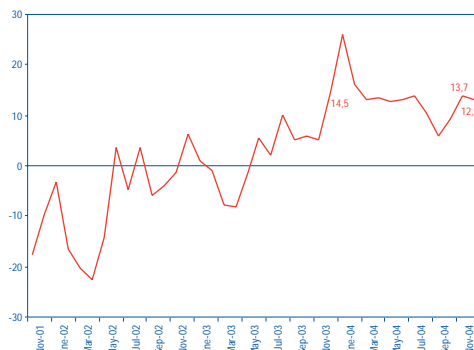
### Los componentes del hogar y el país del ICC registraron un comportamiento mixto

Las preguntas acerca de la *economía al interior del hogar* mostraron resultados positivos tanto para las condiciones presentes como para las futuras. El balance de la pregunta acerca de la situación económica actual creció de -6,3 en noviembre a 1,6 en diciembre, pero se ubica por debajo de lo observado un año atrás (3,9). Asimismo, el resultado de la pregunta sobre las expectativas para el hogar dentro de un año aumentó ligeramente de 34,6 en noviembre a 34,7 en diciembre. Este nivel está por debajo de lo registrado en el mismo mes del año pasado (38,0) pero se ubica por encima del promedio para todo 2004 (33,8). La percepción positiva sobre las condiciones del hogar se complementa con el resultado de la pregunta sobre las expectativas de desempleo cuyo balance, como lo ilustra el Gráfico 2, fue 13,1 en diciembre después de ser 17,0 en noviembre, aunque continúa bastante por encima del registro del año anterior cuando el resultado fue cero. Las expectativas de los hogares van en línea con lo que ha ocurrido en el mercado laboral. La tasa de desempleo promedio para las trece ciudades principales se ubicó en noviembre en 13,9%, 0,2 puntos por debajo de la de noviembre de 2003 cuando se redujo 1,3 puntos. Fedesarrollo espera que en el 2005 la tasa de desempleo urbana promedio llegue a 12,7%, que es la menor de los últimos nueve años.

Las percepciones frente al desempeño de la *economía del país* tuvieron un comportamiento mixto. En primer lugar, las condiciones actuales mejoraron de -1,9 a 3,5 para alcanzar el balance más alto desde junio de 2004, pero inferior a lo registrado un año atrás (10,5), al igual que ocurrió en agosto y octubre. En segundo lugar, las preguntas acerca de las expectativas de la situación económica durante los próximos doce meses y para el año siguiente, se contrajeron 4,2 y 1,7 puntos respectivamente (Gráfico 3). Esto parece responder principalmente a que la cifra de crecimiento económico para el tercer trimestre de 2004 fue negativa respecto al trimestre anterior (-0,14%), y la variación año corrido (enero a septiembre) fue de 3,5%, con lo que se espera que el crecimiento total para el año se ubique por debajo del 4% anticipado por el gobierno.

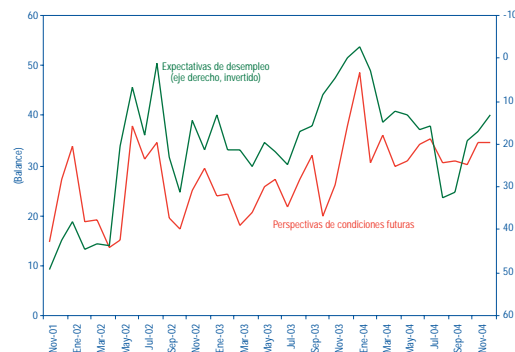
De esta forma, las expectativas negativas frente al desempeño del país no alcanzaron a ser compensadas por la perspectiva levemente favorable sobre la situación económica futura del hogar. Por esto, el Índice de Ex-

**Gráfico 1**  
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR (ICC)



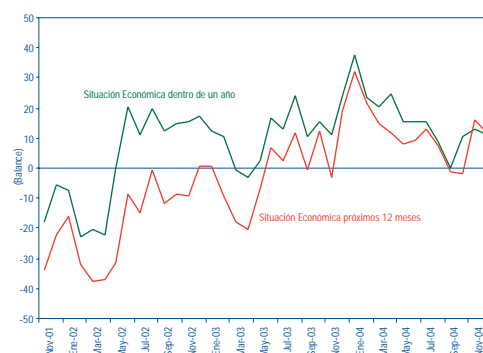
Fuente: Encuesta de Confianza del Consumidor Fedesarrollo - Invermer.

**Gráfico 2**  
PERCEPCIÓN SOBRE LA SITUACIÓN ECONÓMICA DEL HOGAR



Fuente: Encuesta de Confianza del Consumidor Fedesarrollo - Invermer.

**Gráfico 3**  
PERCEPCIÓN SOBRE LA SITUACIÓN ECONÓMICA DEL PAÍS



Fuente: Encuesta de Confianza del Consumidor Fedesarrollo - Invermer.

pectativas del consumidor IEC se contrajo por primera vez durante un mes de diciembre (Gráfico 4), al caer de 21,1 registrado en noviembre a 19,2. Adicionalmente, se ubicó por debajo del nivel observado en el mismo mes del año anterior (27,0).

### **La perspectiva de consumo de bienes durables disminuye en diciembre**

El balance de la pregunta acerca de la viabilidad de consumo de bienes durables disminuyó de 11,6 en noviembre a 5,5 durante diciembre. Dicha contracción es una de las más importantes de la serie. Sin embargo, este resultado parece ser un efecto de la temporada en la cual el consumo se dirige hacia otro tipo de bienes, por lo que no es un comportamiento inusual durante diciembre. De hecho, en 2003 y 2001 la percepción de los hogares sobre la situación para comparar bienes durables en ese mes, cayó 3,3 y 2,6 respectivamente. Adicionalmente, como se ve en el Gráfico 5, gracias a la apreciación del peso, el precio de muchos de los bienes incluidos en este rubro se redujo lo que permitió que los consumidores percibieran como buenas las condiciones para adquirir este tipo de productos durante los últimos meses. La disminución de diciembre a pesar de parecer bastante significativa, no alcanza a compensar dicho efecto positivo y efectivamente, el balance superó en 17 puntos la cifra de diciembre del año anterior (-12,5). Cabe resaltar el comportamiento de la disposición para comprar vehículos, ya que el balance de esta pregunta cayó del nivel más alto de la serie (-28,2) a -35,4, aunque continua por encima de lo registrado un año atrás (-39,2).

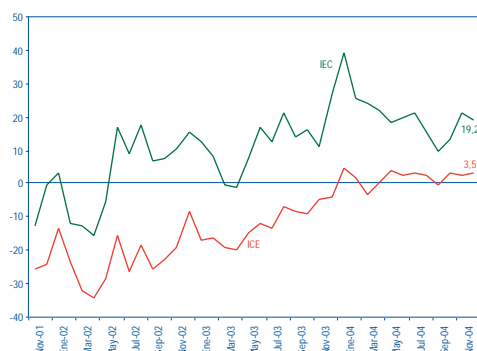
Por lo tanto, el Índice de Condiciones Económicas ICE, que incluye la percepción de los hogares sobre su situación económica actual con respecto a la de un año atrás y sobre las condiciones para adquirir bienes de consumo durables, aumentó liderado por el incremento del primer componente. El ICE (Gráfico 4) creció de 2,7 en noviembre a 3,5 en diciembre, el nivel más alto registrado desde mayo de 2004, y aumentó respecto al mismo mes del año anterior, cuando reportó un balance negativo de 4,3.

Gracias a que la tendencia positiva del ICE es bastante sólida y que su relación con las ventas al por menor de bienes durables parece ser muy estrecha, se espera que el crecimiento de esta última variable continúe con una perspectiva favorable. El crecimiento anual de éste indicador fue de 8,9% en octubre, frente a un crecimiento de 4,6% en septiembre.

### **Se mantiene el crecimiento del crédito**

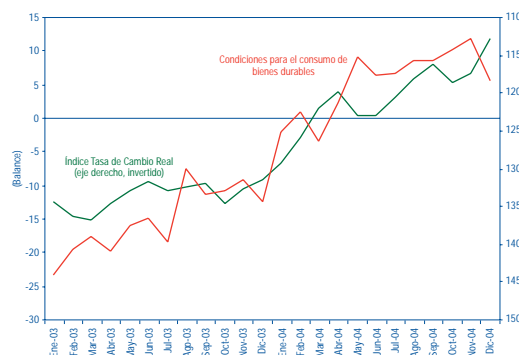
Los hogares continúan con una perspectiva favorable acerca de la accesibilidad al crédito. Lo anterior es consistente con lo que ha ocurrido en la cifra de cartera bruta de consumo, la cual alcanzó un nivel relativamente alto de \$12.218 miles de millones en noviembre y registra un crecimiento anual de 29,5%, que no se observaba desde mediados de 1998. Esto se confirma con los dos componentes de la encuesta que se relacionan con esa variable (Gráfico 6). Por una parte, el balance de las expectativas de tasas de interés cayó de 39,7 a 36,5, que es inferior al nivel registrado hace un año (43,7), lo que parece derivarse de la disminución en las tasas de interés de referencia por parte del Banco de la República. Por otra parte, los hogares han aumentado la demanda de préstamos a las entidades financieras. Aunque el balance cayó de -45,1 a -48,2 en diciembre, como suele ocurrir hacia el final de año se ubica por encima del promedio para 2004 (-50,9).

**Gráfico 4**  
ÍNDICE DE EXPECTATIVAS DEL CONSUMIDOR (IEC) E  
ÍNDICE DE CONDICIONES ECONÓMICAS (ICE)



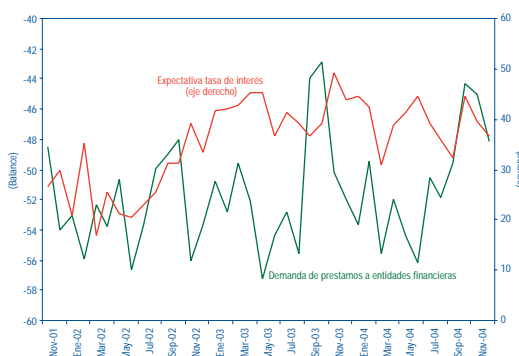
Fuente: Encuesta de Confianza del Consumidor Fedesarrollo - Invermer.

**Gráfico 5**  
PERSPECTIVAS DE CONSUMO DE BIENES  
DURABLES



Fuente: Encuesta de Confianza del Consumidor Fedesarrollo - Invermer y Banco de la República.

**Gráfico 6**  
PERSPECTIVAS FRENTE A TASAS DE INTERÉS Y PRÉSTAMOS  
DE ENTIDADES FINANCIERAS



Fuente: Encuesta de Confianza del Consumidor Fedesarrollo - Invermer.

### El ICI se recupera durante noviembre

El Índice de Confianza de los Industriales (ICI), aumentó dos puntos en noviembre al ubicarse en 3, después de que en octubre registró el nivel más bajo desde noviembre de 2003. Con este resultado se ubicó por encima de lo visto durante el mismo mes del año anterior (-0,3) e interrumpió dos meses de decrecimiento continuo (Gráfico 1). Cálculos preliminares de Fedesarrollo indican que el Índice de Confianza de los Industriales (ICI) continuará en su tendencia ascendente y llegará a un nivel de 8 en diciembre.

### Las expectativas de producción caen pero los otros componentes mejoran de forma significativa

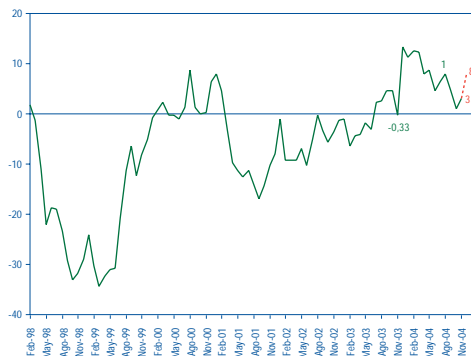
El comportamiento de los componentes del ICI no fue homogéneo. El balance de las expectativas de producción para los próximos tres meses, se contrajo de 35 en octubre a 29 en noviembre, y registró un nivel menor al reportado un año atrás (30). Dicho balance fue el más bajo desde febrero de 2003.

Por su parte, el componente de volumen de pedidos mostró una leve recuperación al aumentar de -17 en octubre a -14 en noviembre y se ubica por encima de lo observado en el mismo mes del año anterior (-20). El balance de la pregunta sobre las existencias, se contrajo de forma importante al disminuir 10 puntos de un nivel de 7 en octubre a -3 en noviembre, lo que aporta positivamente al índice general. Asimismo, este resultado fue menor al que se vio un año atrás cuando alcanzó un nivel de -2. Como lo ilustra el Gráfico 2, existe una alta correlación entre los balances de pedidos y existencias (valores inversos en el Gráfico) con la Producción Industrial, por lo que lo anterior sugiere una tendencia positiva en esta variable durante los próximos meses. Con ello recuperaría en parte su desaceleración pues durante octubre registró un crecimiento anual de 1,4% (el más bajo desde enero).

### La utilización de la Capacidad Instalada alcanzó su potencial de largo plazo

Trimestralmente la Encuesta de Opinión Empresarial incluye una pregunta especial que indaga la opinión de los industriales acerca de su nivel de utilización de la capacidad instalada. Los encuestados respondieron que en noviembre utilizaron en promedio un 71% de su capacidad, inferior al 71,3% registrado en agosto (Gráfico 3). Con este resultado, el promedio de esta variable para 2004 se ubica en 71,1%, muy superior al registrado en 2003 (68,7%) y en 2002 (67,7%) con lo que alcanza su media de largo plazo. Lo anterior implica que los industriales vieron durante el año pasado condiciones favorables para la producción que les permitieron utilizar su capacidad instalada casi en igual forma a como lo hicieron a principios de la década de los 90 (71,6% en promedio). Cabe resaltar que las empresas exportadoras encuestadas por Fedesarrollo, utilizaron en promedio un 75,7% de su capacidad instalada, el porcentaje más alto desde noviembre de 1995. Lo anterior indica que al parecer la apreciación del peso no fue una limitación para la expansión de la producción del sector exportador. Por el contrario, las cifras de balanza de pagos indican que las exportaciones registraron una variación anual de 9,3% en el tercer trimestre de 2004, uno de los cambios más altos desde la crisis de 1999.

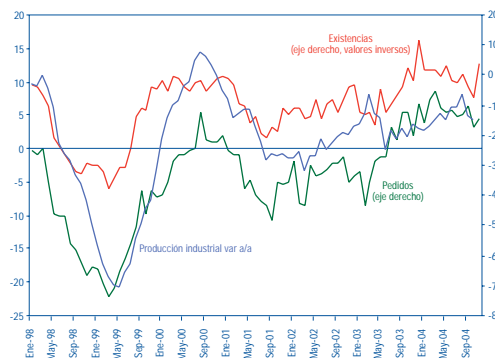
**Gráfico 1**  
ÍNDICE DE CONFIANZA DE LOS INDUSTRIALES (ICI)



\* Preliminar.

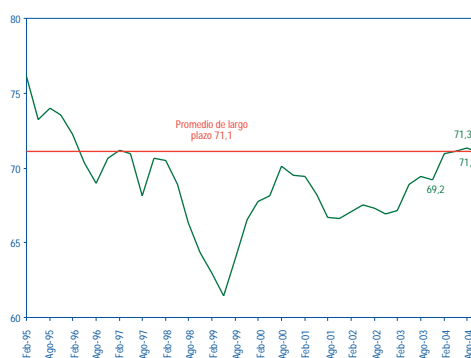
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial, (E.O.E.) de Fedesarrollo.

**Gráfico 2**  
EXPECTATIVAS DE PEDIDOS Y EXISTENCIAS  
PRODUCCIÓN INDUSTRIAL



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

**Gráfico 3**  
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA



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



### Condiciones favorables para la inversión

Los industriales se mostraron optimistas durante noviembre sobre las condiciones para la inversión. Sus respuestas fueron favorables tanto para el componente de condiciones económicas como para el de sociopolíticas (Gráfico 4). El balance del primero aumentó de 14 en agosto a 17 en noviembre, que está por encima del nivel de -1 registrado en el mismo mes del año anterior. El segundo mostró un incremento de 18 en agosto a 25 en noviembre y se ubica bastante por encima de lo observado un año atrás (-13). El promedio registrado para 2004 fue de 18,5 para las condiciones económicas y de 22,25 para las sociopolíticas, los niveles más altos de la serie y muy superiores a los registrados en 2003 (-12,7 y -23 respectivamente) y en 2002 (-44,7 y -64,7 respectivamente). Finalmente, cabe resaltar que la percepción sobre las condiciones para la inversión fue más favorable para las empresas grandes que para las pequeñas. El balance de las condiciones económicas para la inversión en las primeras, alcanzó un nivel de 32 y el de las sociopolíticas uno de 13, ambos son los más altos para el grupo de grandes empresas en la historia de la serie.

### Perspectiva favorable para las firmas exportadoras

Al desagregar los resultados de la encuesta entre firmas exportadoras y no exportadoras, se destaca que las primeras registraron cambios positivos en la mayoría de los balances. Se resalta el comportamiento de los que señalan dinamismo en la producción. El balance de la pregunta sobre pedidos recibidos por las empresas exportadoras, alcanzó un nivel positivo por primera vez desde marzo, al ubicarse en 2 y el de existencias llegó al nivel más bajo desde noviembre de 2003 al pasar de 19 a 16. Gracias a esto, como se ve en el Gráfico 5, el Índice de Confianza Industrial para las empresas exportadoras muestra una recuperación en noviembre, pues aumentó de 1 en octubre a 5, nivel que se ubica por encima del observado en el mismo mes de 2003 (2,6). Adicionalmente, a pesar de que las preguntas acerca del entorno económico y sociopolítico para la inversión se contrajeron de forma importante en agosto, registraron uno de los niveles más altos de la serie en noviembre. Por su parte, la confianza de las empresas no exportadoras no registró ningún cambio en noviembre, por lo que el ICI de este grupo se mantuvo en un nivel de 1 que es uno de los más bajos que se observaron durante el año.

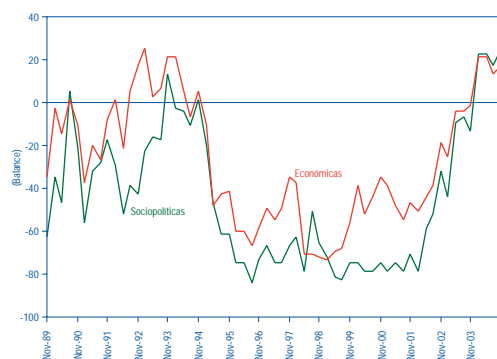
### El ICCO cae durante noviembre

El Índice de Confianza de los Comerciantes (ICCO) se contrajo de 19 en octubre a 17 en noviembre, con lo que se ubica por debajo del nivel del año anterior (20). Sin embargo, parece mantenerse bastante estable alrededor de este nivel desde 2002 (Gráfico 6).

Este comportamiento fue liderado por el componente de expectativas sobre la situación económica del negocio para los próximos 6 meses que cayó de 42 en octubre a 35 en noviembre. Con esto, se ubica por debajo de lo registrado un año atrás cuando el balance fue 42. El balance de las existencias aumentaron de un nivel de 20 registrado en octubre a 21 en noviembre y estuvo por encima del registro del mismo mes del año anterior que se ubicó en 13, lo que aporta de forma negativa al índice general pues refleja un menor dinamismo de la demanda.

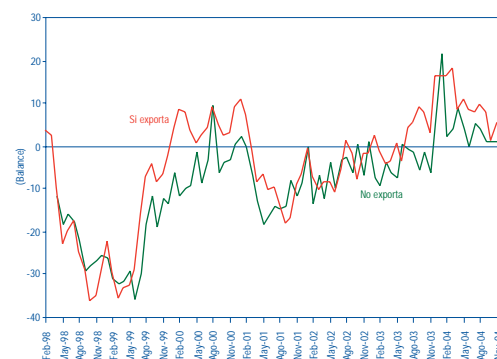
Por su parte, el balance de la situación económica actual, mostró un aumento de 35 en octubre a 36 en noviembre, que no alcanzó a compensar el balance negativo de las otras dos preguntas.

**Gráfico 4**  
PERCEPCIÓN DE LAS CONDICIONES PARA LA INVERSIÓN



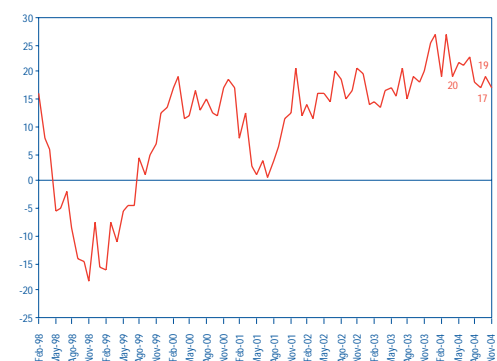
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial, (E.O.E.) de Fedesarrollo.

**Gráfico 5**  
ICI PARA EMPRESAS EXPORTADORAS Y NO EXPORTADORAS



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

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



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

### Las medidas contra la apreciación

La apreciación del peso concentró los esfuerzos de política económica al cierre del año pasado y ha mantenido la atención de las autoridades económicas, medios de comunicación, inversionistas y analistas en lo que va de 2005. En menos de 15 días, el gobierno promulgó dos decretos como respuesta al comportamiento de la tasa de cambio. El Banco de la República redujo las tasas de interés, cerró la ventanilla de contracción y ha intervenido activamente en el mercado cambiario para contener la tendencia revaluacionista.

### La depreciación del dólar

En el Gráfico 1 se muestra la evolución de la Tasa Representativa del Mercado (TRM), cuya caída fue cercana a 15% durante 2004. A nivel internacional, el Euro alcanzó máximos históricos en varias ocasiones durante 2004 para terminar con una apreciación de 8% frente al dólar. Así mismo, otras monedas latinoamericanas como el real brasileño, el peso chileno y el sol peruano registraron apreciaciones frente al dólar de 7%, 2% y 5%, respectivamente. Algo similar ocurrió con las monedas asiáticas.

Estas tendencias son, en buena parte, resultado de las políticas económicas en Estados Unidos. El desbalance presupuestal para el gobierno general, que supera 5% del producto, se ha acompañado de un déficit en cuenta corriente de las mismas proporciones. Los "déficits gemelos" aumentan la vulnerabilidad y debilitan la moneda estadounidense. De una parte, la posición fiscal genera dudas sobre el desempeño futuro de la economía y reduce la demanda por activos denominados en dólares. De

otra parte, la necesidad de financiar el déficit externo requiere caídas en el precio de los activos (incluyendo el propio dólar) que atraigan a los inversionistas. Además, las tasas de interés se mantienen relativamente bajas, pese a los aumentos recientes, lo que reduce la rentabilidad esperada de las inversiones en Estados Unidos y dirige los capitales hacia otros mercados, lo que redobla la necesidad de depreciar el dólar para atraer los capitales.

En enero del año anterior ya se examinaban las posibilidades para corregir los desequilibrios de la economía estadounidense. Por ser un año electoral en ese país, la reducción en el gasto público no parecía probable, ni tampoco medidas tendientes a frenar la demanda interna que obstaculizaran el incipiente proceso de recuperación económica. Por ello, la depreciación de la moneda fue la estrategia favorecida por las autoridades económicas. Hoy en día, es evidente que la depreciación del dólar no ha sido suficiente, porque los desbalances no sólo persisten sino que se han profundizado (Gráfico 2).

### Las medidas del gobierno y del Banco de la República

Entre el 15 de noviembre y el 15 de diciembre de 2004 la tasa de cambio cayó 6%, con lo que rompió dos barreras psicológicas que encendieron las alarmas. La TRM se situó por debajo de \$2.500 el 27 de noviembre y fue inferior a \$2.400 el 15 de diciembre para alcanzar cotizaciones que no se veían desde junio de 2002.

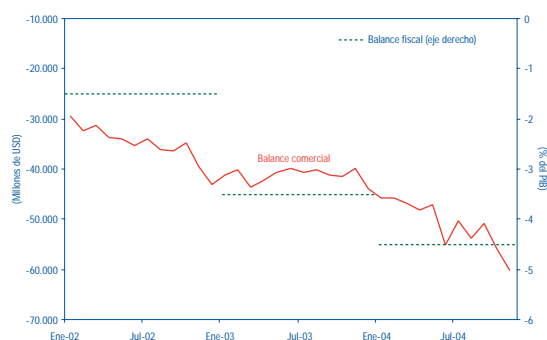
Frente a la tendencia de apreciación más empinada del año, el gobierno expidió el decreto 4210 de 2004 con el fin de imponer controles a la entrada de capitales para atajar la revaluación del peso. Con el decreto se exigió que las inversiones en portafolio permanecieran al menos un año en Colombia para evitar

**Gráfico 1**  
TASA REPRESENTATIVA DEL MERCADO \$/US\$



Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 2**  
DÉFICIT GEMELOS EN ESTADOS UNIDOS



Fuente: US Department of Commerce. Bureau of Economic Analysis y Congressional Budget Office.



el ingreso de capitales de corto plazo o "capitales golondrina". La medida no ha tenido el efecto esperado por las autoridades, de hecho, durante la semana siguiente a su promulgación el peso se apreció 3%. Más grave aún, la medida generó malestar entre los inversionistas internacionales que vieron en el decreto una señal de intervención frente a la inversión extranjera, cuyo nivel es moderado frente al tamaño de la economía. Muy por el contrario, estimular la inversión extranjera es una necesidad apremiante para el desarrollo del país.

No era difícil prever que el control a los capitales fracasaría. Por una parte porque las inversiones en portafolio durante el año anterior sólo representaron US\$380 millones, cifra incluso inferior al monto que se transa diariamente en el mercado cambiario. En el Cuadro 1 se presentan los movimientos de capital reportados durante el año anterior, se destacan los incrementos en la inversión extranjera directa y el retorno de los capitales nacionales que estaban en el exterior. Ambos reflejan el aumento en la confianza de los inversionistas en Colombia y no un comportamiento especulativo de corto plazo.

Además, diversos estudios empíricos sobre la efectividad de los controles de capitales han demostrado que este tipo de medidas no tienen ningún efecto sobre el monto de los flujos de capitales ni sobre el tipo de cambio real<sup>1</sup>. La experiencia de Chile y Colombia demuestra que los controles pueden afectar la composición de plazos de los recursos pero no sus niveles. Además, las estadísticas de la balanza cambiaria colombiana y el comportamiento reciente de la tasa de cambio confirman que no han sido los capitales de corto plazo los responsables de la apreciación.

Durante los últimos días de 2004 el Banco de la República intervino en el mercado cambiario para evitar que la tasa de

cambio cayera por debajo de \$2.300. La activa participación del banco central cerró el año con un balance de US\$1.325 millones de dólares comprados de manera discrecional para atajar la caída del dólar. Además, a través del opciones *put* para acumulación de reservas internacionales y para controlar la volatilidad adquirió US\$1.580 millones. Al descontar la venta de US\$500 millones que le hizo al gobierno central, el emisor realizó operaciones de compras netas de divisas por US\$2.405 durante el año que pasó. En el Cuadro 2 se presentan los detalles. El cambio en las reservas internacionales de Colombia entre 2002 y 2004 fue 24%, muy inferior a la intervención de otros bancos centrales como el de Brasil que aumentó sus reservas en 40% (US\$15mm), Argentina 87% (US\$9mm) Perú en 37% (US\$4mm) y China en 73% (US\$217mm) en los dos últimos años.

También con el fin de frenar la apreciación del peso, la Junta Directiva del Banco de la República aumentó sus tasas de intervención en 25 puntos básicos durante su última reunión del año y eliminó la posibilidad de que los intermediarios financieros llevaran sus excesos de liquidez al banco central. Esta última medida buscaba presionar la demanda por dólares en el mercado y con ella la depreciación de la moneda, pero el mayor efecto de la liquidez se percibió en los mercados de deuda pública y acciones. De hecho, a lo largo del año las tasas de los TES con vencimiento en abril de 2012 cayeron casi 200 puntos básicos (de 13,97 a 12,3%) y el Índice General de la Bolsa de Colombia reportó un incremento de 87%. De acuerdo con el semanario *The Economist* el mercado accionario colombiano fue el de mayor rentabilidad en dólares durante 2004 (120%). En el Gráfico 3 se muestra el ranking para los 10 más rentables a nivel mundial.

### Para aliviar el impacto

La intervención del Banco de la República ayudó a aliviar las presiones de revaluación. Pese a que la apreciación habría sido

**Cuadro 1**  
MOVIMIENTO DE CAPITAL DEL SECTOR PRIVADO  
(Millones de US\$)

	2003	2004
Sector Privado	-1580,8	703,9
Prestamo Neto	-933,2	-616,6
Inversión Extranjera Neta	570,4	2440,3
Inversión Extranjera en Colombia	1531,1	2519,8
Inversión Directa	1551,1	2139,5
Inversión de Portafolio	-19,9	380,3
Inversión Colombiana en el Exterior	-960,7	-79,5

Fuente: Balanza cambiaria- Banco de la República.

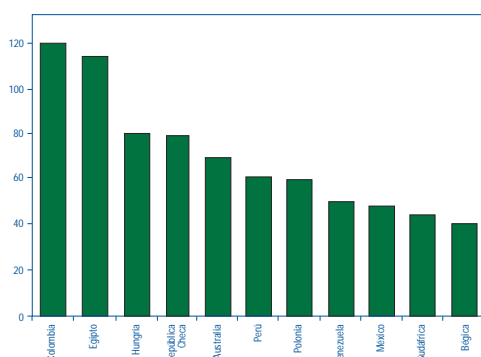
**Cuadro 2**  
OPERACIONES DE COMPRA - VENTA DE DIVISAS DEL BANCO  
DE LA REPÚBLICA AÑO 2004

	Monto (millones de dólares)
<b>Compras</b>	2.904,9
Opciones Put	1.579,6
Para Acumulación de Reservas Internacionales	1.399,7
Para el Control de la Volatilidad	179,9
Intervención Discrecional	1.325,3
<b>Ventas</b>	500,0
Gobierno Nacional	500,0
<b>Compras netas</b>	2.404,9

Fuente: Banco de la República.

<sup>1</sup> Cárdenas y Barrera (1997) "On the effectiveness of capital controls: The experience of Colombia during the 1990s" *Journal of Development Economics* vol. 54 y De Gregorio, Edwards y Valdés (2000) "Controls On Capital Inflows: Do They Work?" NBER WP # 7645.

**Gráfico 3**  
BOLSAS DE VALORES  
(Cambio % 2004-2003 en dólares)



Fuente: Thomson Datastream.

más alta en un escenario pasivo, la autoridad monetaria enfrentó grandes críticas por parte de los sectores exportadores y presiones de diferentes sectores que incluso sugirieron la necesidad de un piso cambiario. Sin embargo, es preciso advertir que a pesar de la apreciación del peso, el comportamiento de las exportaciones durante 2004 fue ejemplar. De acuerdo con los datos del DANE, a octubre del año pasado el crecimiento acumulado de las exportaciones no tradicionales alcanzó 24% en dólares. El gobierno ha tratado de estimular el uso de mecanismos financieros que ofrecen cobertura del riesgo cambiario. Los más sencillos son los *forwards* o transacciones a futuro que permiten al usuario asegurarse una tasa de cambio determinada que pacta con la entidad financiera y que no se verá afectada por los movimientos del mercado el día del vencimiento. Ahora bien, hay que tener en cuenta que la cobertura es deseable como mecanismo para eliminar la exposición del riesgo cambiario pero puede resultar en pérdidas tal como le sucedió al gobierno cuando en febrero pactó US\$130 millones en *forwards* de compra y perdió cerca de \$13.000 millones o a Ecopetrol que cubrió el riesgo inherente a las variaciones en el precio del crudo para 15% de sus exportaciones con lo que dejó de recibir cerca de US\$100 millones.

La operación de cobertura con *forwards* no tiene ningún costo explícito, es a través de la devaluación implícita en la transacción que se remunera el riesgo. Las operaciones más recientes de las que se tiene información (las de enero 26) tuvieron una devaluación implícita anualizada de 1,1%, para los *forwards* con plazo superior a 180 días la devaluación implícita fue 4,1%. Las expectativas de devaluación parecen haberse reducido a lo largo del año, mientras que la devaluación implícita en los *forwards* pactados durante la primera semana de enero fue 2,5%, en la última semana alcanzó 0,3%. En el Cuadro 3 se muestran los detalles.

Conciente de las ventajas de utilizar los mecanismos de cobertura, el gobierno decidió otorgar un subsidio de 200 pesos

**Cuadro 3**  
MERCADO DE FORWARDS EN COLOMBIA 2005

Semana	Monto pactado contratos de compras y ventas (US\$ millones)	Devaluación implícita anualizada (ponderada)
Del 3 al 7 de enero	1.573	2,50%
Del 11 al 14 de enero*	1.134	1,30%
Del 17 al 21 de enero	1.358	2%
Del 24 al 26 de enero**	738	0,30%

\* El 10 de enero fue festivo.

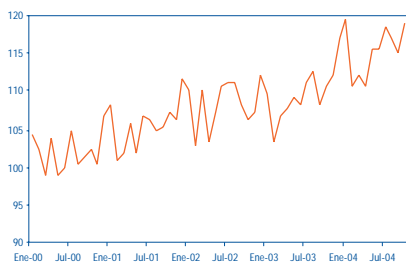
\*\* Datos disponibles a la fecha.

Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

por dólar cubierto del riesgo cambiario a los exportadores de banano y flores. A través del decreto 4390 de 2004 formalizó el procedimiento y limitó el beneficio al valor FOB de las exportaciones del año pasado multiplicado por \$200. El gobierno destinará \$150 mil millones para otorgar el incentivo. Hay que tener en cuenta que entre enero y octubre de 2004 las exportaciones de bananos y de plantas y productos de la floricultura alcanzaron US\$ 338 millones FOB y US\$ 583 millones FOB y variaciones anuales de -3,9% y -0,2% respectivamente. Este subsidio no tiene presentación alguna por lo regresivo, inequitativo con otros sectores exportadores y antitécnico al no consultar los precios externos de estos productos. Además, destinar recursos públicos para inducir a un grupo selecto de exportadores a hacer algo conveniente para ellos, como es el uso de coberturas, no parece razonable. Además, hay que tener en cuenta que aumentar las coberturas cambiarias de los exportadores tiene un impacto negativo sobre la tasa de cambio en el mercado por los límites que deben cumplir las entidades financieras en materia de activos y pasivos en moneda extranjera. La regulación financiera exige que los intermediarios del mercado cambiario (IMC) tengan una posición propia (diferencia entre sus derechos y obligaciones en moneda extranjera) entre -5% y 20% de su patrimonio técnico. Pactar operaciones de cobertura con los exportadores aumentaría los derechos de los IMC en moneda extranjera lo que los obligaría a vender parte de su activo en divisas para mantenerse en el límite estipulado por la regulación o para garantizar la disponibilidad de recursos para cumplir con sus obligaciones en el futuro. Esto aumenta la oferta de dólares en el mercado y reduce la tasa de cambio, que es exactamente lo que el gobierno quiere evitar en este momento.

Las medidas del gobierno han sido desafortunadas por cuanto no han tenido el efecto esperado sobre la tasa de cambio y han enviado señales de intervencionismo y falta de transparencia a los mercados. Frente a la revaluación la única fórmula es la intervención moderada del banco central, siempre y cuando sea compatible con las metas de inflación de corto y mediano plazo.

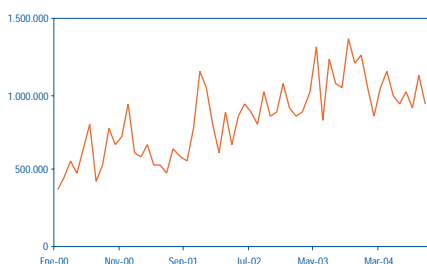
## Sector real

ÍNDICE DE COMERCIO AL POR MENOR\*  
(Mensual, octubre de 2004)

\* Serie desestacionalizada.

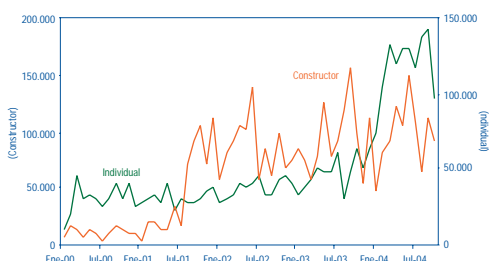
Fuente: DANE.

Fecha	ICP	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (octubre 2004)	118,9	3,3	7,7
Dato anterior (septiembre 2004)	115,1	-1,5	6,3

LICENCIAS DE CONSTRUCCIÓN  
(Metros cuadrados, septiembre de 2004)

Fuente: DANE (licencias), ICPC (despachos de cemento).

Fecha	Licencias de construcción	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (octubre 2004)	947.022	22,8	30,2
Dato anterior (septiembre 2004)	1.134.500	-10,5	8,3
Fecha	Producción de cemento (Ton)	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (septiembre 2004)	478.485	1,3	-4,9
Dato anterior (agosto 2004)	478.452	-3,3	-0,3

PRÉSTAMOS APROBADOS CONSTRUCCIÓN  
(Millones de pesos)

Fuente: Icav.

Fecha	Constructor	VM (%)	VAC* (%)
Dato actual (noviembre 2004)	115.440	26,5	7,0
Dato anterior (octubre 2004)	91.266	-17,8	1,1
Fecha	Individual	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (noviembre 2004)	126.022	7,7	136,7
Dato anterior (octubre 2004)	117.052	-13,2	134,9

DESEMPEÑO DE LA INDUSTRIA  
(octubre de 2004)

Descripción	Variación real anual	
	Producción	Ventas
Total con trilla	1,41	0,50
Total sin trilla	1,44	0,52
<b>Principales sectores con variación de producción mayor al promedio</b>		
Vehículos automotores y sus motores	37,06	31,80
Partes, piezas y accesorios para vehículos automotores	34,90	30,09
Curtido y preparado de cueros	31,52	30,92
Fabricación de muebles	30,46	25,21
Fabricación de otros tipos de equipo de transporte	19,61	10,09
Tejidos y artículos de punto y ganchillo	18,90	11,15
Aparatos e instrumentos médicos, ópticos y de precisión	18,72	12,06
Maquinaria y aparatos eléctricos	16,11	14,69
Productos de cerámica no refractaria, para uso no estructural	13,72	16,45
Artículos de viaje, bolsos y artículos similares	11,63	30,27

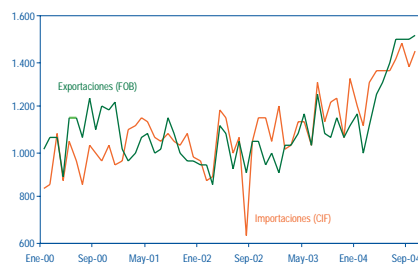
## Principales sectores con variación de producción

## menor al promedio

Productos de tabaco	-8,57	-24,83
Producción, transformación y conservación de carne y pescado	-8,94	-7,71
Fabricación de productos elaborados de metal	-11,39	-18,79
Carrocerías para vehículos automotores	-11,99	-15,86
Bebidas	-13,85	-9,63
Industrias básicas de metales preciosos y metales no ferrosos	-16,05	-10,20
Otros productos de madera; corcho, cestería y espartería	-23,30	-34,60
Actividades de impresión	-25,75	-31,63
Partes y piezas de carpintería para construcciones	-32,36	-31,29

Fuente: DANE, Nueva Muestra Mensual Manufacturera.

## Sector externo

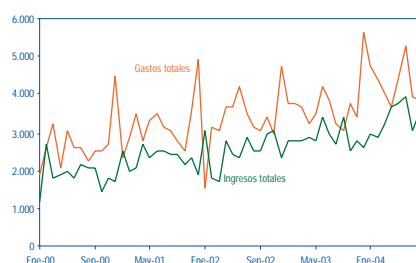
COMERCIO EXTERIOR  
(Millones de dólares)

Fuente: DANE.

Fecha	Importaciones	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (octubre 2004)	1.452	5,7	16,9
Dato anterior (septiembre 2004)	1.374	-6,6	16,9
Fecha	Exportaciones	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (octubre 2004)	1.513	1,0	22,6
Dato anterior (septiembre 2004)	1.498	0,3	21,5
Fecha	Balanza comercial	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (octubre 2004)	61	-51,0	74,8
Dato anterior (septiembre 2004)	124	437,5	60,3

## Situación fiscal

### OPERACIONES EFECTIVAS DEL GOBIERNO CENTRAL (Miles de millones de pesos)



Fuente: Confis.

Fecha	Ingresos	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (agosto 2004)	3.464	29,6	14,8
Dato actual (julio 2004)	3.021	1,2	14,1
Fecha	Egresos	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (julio 2004)	3.849	20,4	14,7
Dato actual (junio 2004)	3.896	0,5	14,4
Fecha	Déficit/superávit	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (julio 2004)	-384	26,3	-6,1
Dato actual (junio 2004)	-875	-36,3	-5,5

## Situación monetaria

### M1 (Efectivo + Cuenta Corriente)\* (Miles de millones de pesos)

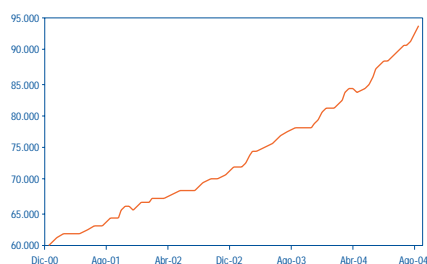


\* Serie desestacionalizada.

Fuente: Banco de la República.

Fecha	M1	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (diciembre 2004)	25.321	13,2	14,8
Dato anterior (noviembre 2004)	23.803	13,2	14,8

### M3 (Medios de Pago Ampliados + Bonos)\* (Miles de millones de pesos)



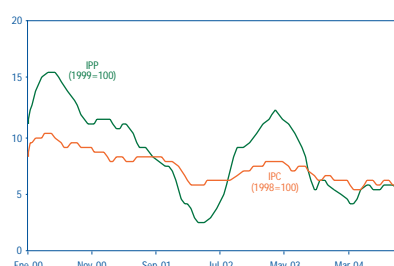
\* Serie desestacionalizada.

Fuente: Banco de la República.

Fecha	M3	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (diciembre 2004)	94.021	16,3	13,3
Dato anterior (noviembre 2004)	91.596	15,6	13,0

## INFLACIÓN

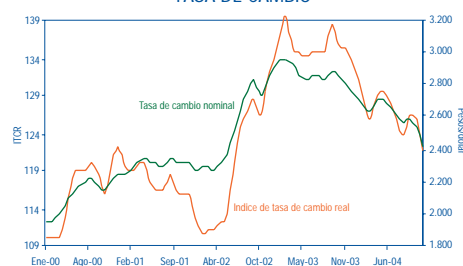
### (Variación porcentual anual, noviembre de 2004)



Fuente: DANE (IPC); Banco de la República (IPP).

Fecha (IPC)	VM (%)	VMA (%)	VAC (%)	VA* (%)
Dato actual (diciembre 2004)	0,3	5,5	5,9	6,0
Dato anterior (noviembre 2004)	0,3	5,8	5,9	6,0
Fecha (IPP)	VM (%)	VMA (%)	VAC (%)	VA* (%)
Dato actual (diciembre 2004)	-0,5	4,6	5,2	5,2
Dato anterior (noviembre 2004)	0,2	5,5	5,2	5,3

## TASA DE CAMBIO

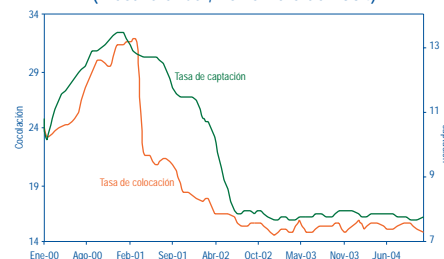


Fuente: Banco de la República.

Fecha	Índice de tasa de cambio real*	VMA (%)	VACO (%)
Dato actual (diciembre 2004)	121,74	-10,2	-10,2
Dato anterior (noviembre 2004)	125,69	-7,6	-7,2
Fecha	Tasa de cambio nominal**	VMA (%)	VACO (%)
Dato actual (diciembre 2004)	2.411	-14,1	-14,1
Dato anterior (noviembre 2004)	2.530	-11,1	-9,9

\* No tradicionales IPP; \*\* Promedio mes.

## TASA DE INTERÉS (Efectiva anual, noviembre de 2004)



Fuente: Banco de la República.

Tasas de interés nominales	Diciembre 2003	Noviembre 2004	Diciembre 2004
Captación	7,9	7,7	7,7
Colocación	14,8	15,0	14,9
Tasas de interés reales			
Captación	1,4	1,7	2,1
Colocación	7,8	8,7	8,9

\* Nota metodológica: VM: Variación mensual, mes actual frente al mes anterior; VMA: Variación mensual anual, mes actual frente a igual mes del año anterior; VAC: Variación acumulada, información en el corrido del año hasta el mes actual frente a igual periodo del año anterior; VA: Variación acumulada anual a 12 meses; VACO: Variación año corrido