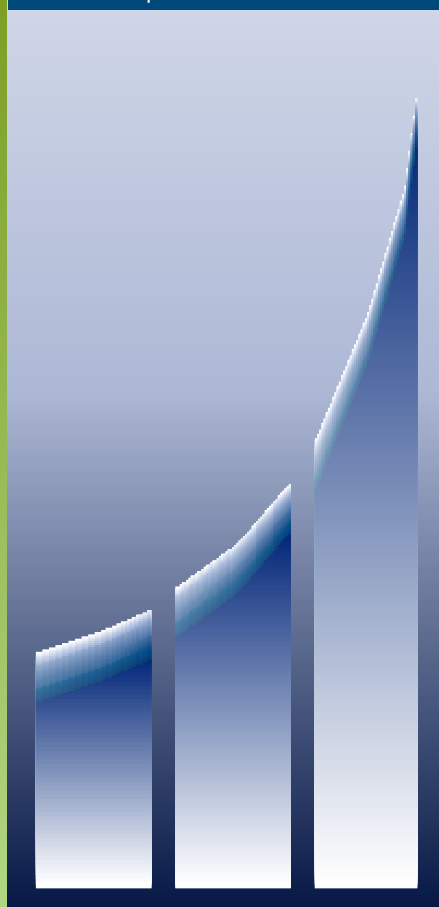


TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

65

Septiembre de 2007



FEDESARROLLO

Director Ejecutivo
Mauricio Cárdenas S.

Subdirector
Mauricio Santa María S.

TENDENCIA ECONÓMICA

Directora
Camila Salamanca N.

Investigadores asistentes
Óscar Becerra C.
Anwar Rodríguez Ch.

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

Editorial: Algunas consideraciones sobre los controles de capitales en Colombia

Actualidad: ¿Qué tanto afecta la situación actual venezolana a la economía colombiana?

Encuesta de Opinión Financiera

Encuesta de Opinión del Consumidor

Encuesta de Opinión Empresarial

Indicadores Económicos

Algunas consideraciones sobre los controles de capitales en Colombia

La crisis del mercado hipotecario de Estados Unidos ha tenido consecuencias sobre el comportamiento de los flujos de capital hacia las economías emergentes. Es previsible que si la crisis se agudiza, los flujos se debiliten aún más. Así, los acontecimientos recientes en los mercados financieros internacionales llevan a insistir, como se ha hecho ocasiones anteriores, en la poca pertinencia de las restricciones a los flujos de capital impuestas por el Banco Central y el Ministerio de Hacienda en mayo de este año.

La incertidumbre en los mercados financieros ha conducido a la preferencia por activos de bajo riesgo, lo que se traduce en un menor flujo de capitales hacia las economías emergentes. Colombia no ha sido la excepción. Entre el 10 de agosto y el 17 de septiembre pasados, la tasa de cambio se devaluó en 7,4%, hasta llegar a 2.157 pesos por dólar. Del mismo modo, durante el mes de agosto el Índice General de la Bolsa de Valores (IGBC) acumuló pérdidas por 10,3%.

Los efectos de la crisis sobre la salida de los flujos de capitales se han visto aminorados con la decisión de la Reserva Federal (FED) de reducir su tasa de referencia en 50 puntos básicos, adoptada el pasado 18 de septiembre. Sin embargo, aún persisten riesgos de un deterioro mayor de la crisis del mercado hipotecario estadounidense. Por tanto, no se puede descartar que sus efectos sean más profundos y se presenten restricciones de liquidez en los mercados financieros internacionales. Estas restricciones afectarían la entrada de capitales a los países emergentes y en especial a aquellos cuyos fundamentos económicos sean menos sólidos. En este sentido Colombia podría estar más expuesta que otros países de la región, tanto por su situación fiscal como por el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Ante este escenario, las restricciones a los flujos de capital, que han mostrado no ser efectivas en el pasado, pueden resultar no sólo ineficaces sino también perjudiciales. El objetivo de esta nota editorial es entonces hacer un llamado a las autoridades económicas colombianas para que inicien la fase de desmonte gradual de los controles de capitales.

Es importante mencionar cuales fueron las circunstancias que llevaron a las autoridades a adoptar estas restricciones. Durante los primeros meses de 2007 el Banco de la República buscó conseguir dos objetivos que, en principio, eran contradictorios: cumplir con la meta de inflación para 2007 y evitar una mayor revaluación del peso. Para tal fin, el Banco Central optó por incrementar las tasas de referencia e intervenir de manera masiva en

PATROCINADOR:



DAVIVIENDA

el mercado cambiario por medio de la compra de divisas. Pese a la compra de más de US \$4.000 millones entre enero y abril, la tasa de cambio se revaluó cerca del 6%. Adicionalmente, la inflación anual se aceleró al pasar de 4,71% en enero a 6,26% en mayo. Ante esta situación las autoridades monetarias se vieron obligadas a cambiar de estrategia.

El 6 de mayo de 2007 el Banco Central decidió restablecer el depósito al endeudamiento externo (previsto en la Resolución 08 de 2000), por un monto equivalente al 40% del valor del desembolso liquidado a la tasa representativa del mercado (TRM), con un término para su restitución de 6 meses. El objetivo de esta medida es frenar la entrada de capitales especulativos al país, atraídos por el diferencial de tasas de interés, y reducir el incentivo de sustituir crédito interno por externo (en la medida en que las tasas internas son más altas) al equiparar los costos de financiación internos y externos de los créditos de corto plazo. Cabe recordar que este depósito, que había sido impuesto en 1993 no evitó el auge del endeudamiento externo anterior a la crisis en 1999, ni la consecuente salida súbita de capital, razón por la cual se había establecido en 0%.

Así mismo, con el fin de moderar el dinamismo de la demanda, el mismo 6 de mayo el Banco Central decidió establecer un encaje marginal no remunerado para los pasivos sujetos a encaje, como mecanismo para reducir los recursos disponibles de los bancos para otorgar crédito, y por esta vía atenuar la oferta crediticia. Este encaje es de 27% para las cuentas corrientes, 12,5% para los depósitos de ahorro y 5% para los CDT con plazos inferiores a 18 meses.

Por otra parte, el 23 de mayo el Gobierno estableció un depósito a las inversiones de portafolio provenientes del exterior, en los mismos términos contemplados para las operaciones de endeudamiento externo, con el propósito de desincentivar la entrada de capitales especulativos, que podrían acentuar las presiones del tipo de cambio. El depósito debe hacerse en moneda local por el 40% del valor de la inversión y no es remunerado. Al igual que el depósito al endeudamiento externo, la restitución es de 6 meses y en caso de que el inversionista quiera retirar antes los recursos debe pagar un porcentaje de descuento.

La respuesta del mercado a la decisión del Banco Central de abandonar las intervenciones en el mercado cambiario fue muy positiva, demostrando que las mismas eran parte del problema más que de la solución. La respuesta a los controles de capitales ha sido, por el contrario, ampliamente desfavorable. Por una parte, estos controles han sido ampliamente criticados por las diferentes agencias calificadoras porque pueden desincentivar la inversión extranjera al enviar mensajes confusos al mercado, lo que lleva a que los inversionistas prefieran colocar su dinero donde no haya este tipo de controles. Por otra parte, entre finales de mayo y finales de julio de 2007, la tasa de cambio se apreció cerca de 3% debido a que la entrada de recursos respondió

más al dinamismo de la inversión extranjera directa que a una reducción del endeudamiento externo de las empresas, asociada a los controles de capitales.

Esta situación se convirtió en insostenible con el estallido de la crisis hipotecaria en Estados Unidos a principios de agosto. La incertidumbre sobre el porvenir del mercado hipotecario estadounidense y sus posibles consecuencias sobre el crecimiento de la economía de ese país (los analistas revisaron sus proyecciones al pasar de 2,3% en promedio a 2% en promedio), condujo a que los inversionistas optaran por colocar su dinero en activos menos riesgosos.

Por otra parte, la decisión de la FED de bajar las tasas de interés de referencia de 5,25 % a 4,75% ante el temor por un enfriamiento de la economía estadounidense (así como la tasa de descuento a 5,25% para facilitar el acceso a liquidez por parte de las entidades bancarias), condujo a que las inversiones en este país sean menos rentables. Ante esta situación los inversionistas menos aversos al riesgo han vuelto a colocar su dinero en lugares donde encuentren una mayor rentabilidad como los mercados accionarios o los países emergentes. En Colombia, donde el diferencial de tasas de interés hace aún más atractiva la entrada de capitales, este fenómeno se ha traducido nuevamente en una caída en el precio del dólar, al pasar de niveles de 2.130 pesos por dólar el 18 de septiembre a 2.042 el 21 de septiembre.

Es evidente entonces que Colombia está sujeta a los movimientos de los capitales internacionales y estos a su vez ejercen presiones importantes sobre el tipo de cambio. Si bien los movimientos recientes en los mercados internacionales han demostrado que existe todavía una alta liquidez, y el descenso de tasas de interés en Estados Unidos ha conducido a que los inversionistas vuelvan a colocar su dinero en países emergentes, el panorama de los mercados de capitales no está del todo despejado y es predecible que en el corto y mediano plazo los inversionistas prefieran inversiones de bajo riesgo, lo cual debilitaría el flujo de recursos hacia estos países.

Ante este escenario Fedesarrollo considera que la decisión de la Junta Directiva del Banco de la República de mantener inalteradas su tasa de interés en 9,25% es acertada, pues la incertidumbre en los mercados justifica hacer una pausa en la política de alzas en las tasas. Sin embargo, además de haber demostrado ser inefectivos, los controles de capitales que ha adoptado Colombia serían redundantes e innecesarios. Por tanto, es prudente que el Banco de la República y el Ministerio de Hacienda inicien una fase de desmonte gradual de las restricciones impuestas en mayo de este año. En especial si se considera que, como lo ha señalado Fedesarrollo en el pasado, una parada en seco de la entrada de capitales podría tener consecuencias perjudiciales para la economía colombiana, pues no existe la suficiente profundización financiera en el país como para no depender de los capitales internacionales.

¿Qué tanto afecta la situación actual venezolana a la economía colombiana?

Los últimos datos reportados por el Dane para el segundo trimestre de 2007 evidencian que el comportamiento de la economía, si bien ha mostrado una leve moderación, continúa sobre niveles satisfactorios. Así, por cuarto trimestre consecutivo la producción total mostró una variación anual superior a 6,5% y en lo corrido del año hasta junio, el PIB creció 7,5% comparado con el mismo período de 2006. La dinámica reciente de la economía colombiana ha sido el resultado de una propicia combinación de factores a nivel local, reforzados por una favorable coyuntura internacional.

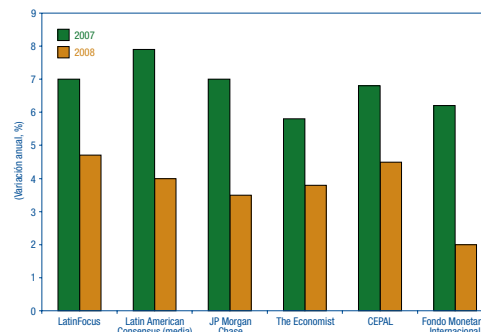
No obstante, en los últimos meses, mientras que en la esfera doméstica la situación se ha mantenido relativamente en calma, en el panorama internacional han comenzado a surgir algunos interrogantes. El primero de ellos corresponde a los posibles efectos que tenga la crisis del mercado hipotecario estadounidense sobre los mercados mundiales y a la posible desaceleración de la economía de dicho país. El segundo hace referencia al posible deterioro de la actividad económica venezolana debido a la implementación de políticas públicas orientadas hacia el establecimiento del denominado “socialismo del siglo XXI”. Teniendo en cuenta la gran importancia de Venezuela para nuestro país, en este número de *Tendencia* se analizan las implicaciones de un eventual debilitamiento del comercio binacional en los próximos años sobre la producción nacional.

Perspectivas de la economía venezolana en el corto y mediano plazo

Al analizar la situación actual por la cual atraviesa la economía venezolana se destacan una serie de factores, tanto internos como externos, que llevan a diversos analistas a pensar en una desaceleración en el ritmo de crecimiento de dicho país. En efecto, después de tres años consecutivos de registrar tasas superiores a 10%, es altamente probable que a partir del próximo año se inicie una fase de contracción de la economía venezolana. Incluso bajo un escenario de altos precios del petróleo, se espera que el exceso de gasto público, el deterioro del balance en cuenta corriente, la disminución de la inversión extranjera y doméstica y la elevada tasa de inflación, entre otros, tengan un impacto negativo sobre la producción del vecino país. De hecho, desde finales de 2006 los pronósticos de crecimiento de la economía venezolana para 2007 y 2008 evidencian los riesgos por los que atraviesa esta economía. Aún en los escenarios más optimistas, la variación anual del PIB venezolano se encontraría alrededor de 8,2% en 2007 y 4,5% en 2008 (Gráfico 1).

Este resultado se explica por múltiples factores. En el ámbito externo, la economía venezolana depende en gran medida de lo que suceda en el mercado mundial del petróleo. En efecto, el crecimiento del PIB venezolano sigue de cerca los movimientos de

Gráfico 1
PROYECCIONES DE CRECIMIENTO DE VENEZUELA 2007-2008



Fuente: LatinFocus, Latinamerican Consensus Forecast, The Economist Country Report.

los precios del crudo (durante el período 1981-2006, la correlación entre las variaciones anuales del PIB venezolano y los precios del petróleo en el año inmediatamente anterior fue 0,52¹), lo que, ante los elevados precios que ha exhibido este hidrocarburo en los últimos años, se ha traducido en un incremento de los ingresos fiscales, generando incentivos fuertes para gastar cada vez una mayor proporción de los ingresos provenientes del auge.

A su vez, en el frente interno, el mayor nivel de ingresos derivado de las ventas del petróleo favoreció una expansión de la demanda, un aumento en el nivel de precios y una recomposición de la estructura productiva de la economía. En efecto, durante el período 2004-2006, la tasa de crecimiento de la demanda agregada superó la de la oferta por más de 4 puntos porcentuales, repercutiendo de manera significativa sobre la evolución del balance comercial y el nivel de precios. De hecho, de acuerdo con un grupo de 15 analistas, al cierre de 2007 esta última variable acumulará una variación anual de 19%². Por el lado de la oferta, los sectores que han mostrado un mayor crecimiento han sido aquellos dedicados a la producción de bienes y servicios no transables (mientras que sectores como servicios financieros, construcción y comercio crecen a tasas superiores a 20%, el crecimiento de las manufacturas alcanza tasas de 7,8%) lo que se ha traducido en una creciente dependencia de la importación de productos de primera necesidad. De esta forma, aunque varios analistas descartan la presencia de una “enfermedad holandesa” en el vecino país, existe un claro riesgo que apunta hacia esa dirección, lo cual indudablemente limitaría el crecimiento potencial en el mediano plazo.

Junto con estos resultados, el debilitamiento de la institucionalidad en el manejo macroeconómico y el deterioro del

¹ Como precio de referencia del petróleo se utilizó la serie de los precios APSP (que incluye el promedio simple de los precios WTI, BRENT y DUBAI). Fuente: WEO. FMI.

² LatinFocus. Septiembre 2007.

ambiente para la inversión se configuran como el determinante del desempeño de la economía en el mediano plazo. Durante los últimos años, la política fiscal venezolana se ha caracterizado por ser altamente procíclica, convirtiéndose así en el motor de la actividad económica del país. Bajo esta premisa, el gasto público ha sido utilizado como la principal herramienta tanto para estimular la producción como para consolidar el apoyo popular a las políticas del gobierno. Esto se ha traducido en niveles de gasto elevados y en el consecuente deterioro de las finanzas públicas (el balance fiscal del sector público venezolano pasó de 4,1% del PIB en 2005 a -1,5% del PIB en 2006 y se prevé que alcance -3,5% del PIB y -4,0% en 2007 y 2008³). Adicionalmente, el Fondo de Estabilidad Macroeconómica (FEM), creado a finales de 1999 como mecanismo para esterilizar los dólares provenientes de la venta de petróleo, fue utilizado para desarrollar políticas expansivas (en el 2001 este fondo contaba con recursos cercanos a US\$7.000 millones mientras que en el 2007 no alcanza los US\$800 millones). En 2005 se creó el Fondo de Desarrollo Nacional (FONDEN) el cual ha recibido aportes por US\$17.045 millones provenientes del Banco Central Venezolano (BCV) y de US\$10.280 millones provenientes de PDVSA. Gran parte de sus recursos se han traducido en mayores niveles de inversión pública.

En el frente cambiario la situación tampoco es alentadora. Pese a que la tasa de cambio del mercado oficial se ha mantenido fija en 2.150 bolívares por dólar, se estima que la tasa de cambio en el mercado paralelo se ha devaluado aproximadamente 20% en lo corrido del año, hasta alcanzar un nivel cercano a 4.200 bolívares por dólar. Además, las proyecciones apuntan a que la tasa de cambio oficial enfrentará una devaluación en el corto y mediano plazo, más aún si se tiene en cuenta el cambio en la denominación del bolívar que se llevará a cabo a principios del 2008, en la cual se quitarán tres ceros a la moneda actual (1000 bolívares = 1 bolívar fuerte). Debido a que el bolívar oficial se encuentra sobrevaluado con respecto al dólar y que la tasa del mercado paralelo continúa su senda de devaluación, el diferencial cambiario se hace cada vez más grande e insostenible. De esta forma, el ajuste en el nivel de la tasa de cambio oficial debe ser fuerte. Esto implicaría aumentos en los precios de los productos importados (que como ya se mencionó son sumamente importantes debido a que la actividad productiva se ha centrado en la producción de bienes y servicios no transables). Aunque la mayor devaluación generaría fuertes presiones inflacionarias, no puede descartarse una devaluación real del bolívar, que podría reducir las exportaciones colombianas a Venezuela, como ha ocurrido en varias oportunidades en el pasado.

Además del manejo macroeconómico, el esquema de nacionalizaciones del gobierno venezolano ha significado la salida de grandes firmas extranjeras que invertían de manera importante en el país. No sólo se han nacionalizado firmas petroleras, sino

que también se ha intervenido en el sector de telecomunicaciones y minero. De hecho, la salida de Inversión Extranjera Directa (IED) está fuertemente correlacionada con el deterioro de las condiciones sociopolíticas e institucionales del país (en 2006 la IED disminuyó 2,63% con respecto al registro de 2005). Esta situación condujo a que en el último año, la producción de petróleo se encuentre alrededor de 2,4 millones de barriles diarios, cifra inferior a la cuota impuesta por la OPEP (3,2 millones de barriles/día). La expropiación de las compañías ubicadas en el Valle del Orinoco, en julio de 2007, hacen pensar a diversos analistas que la producción continuará disminuyendo. Ante este escenario, y dada la estrecha relación entre el PIB venezolano y la producción de petróleo, esto se convertirá en un determinante del menor crecimiento venezolano.

Por último, las múltiples reformas constitucionales para mantener el control político del presidente Chávez (que evidencian las pocas restricciones al poder ejecutivo), el desvío de reservas internacionales hacia el FONDEN, el alto nivel de incumplimiento de contratos y el aumento de la corrupción hacen cada vez más vulnerable la institucionalidad venezolana. De acuerdo con los indicadores de gobernabilidad del Banco Mundial, se evidencia un retroceso en todos sus componentes (Cuadro 1), lo que ratifica la percepción generalizada de un clima de inversión cada vez más negativo.

Implicaciones para Colombia

Todas las observaciones anteriores sugieren que la situación en la cual se encontrará la economía venezolana no es del todo alentadora. A pesar de los precios históricamente altos del petróleo, el PIB venezolano expone una clara tendencia decreciente. La implantación del “modelo socialista del siglo XXI” se ha traducido en un significativo retroceso a nivel institucional, que a su vez ha limitado el potencial de crecimiento de la actividad económica. Esto puede representar grandes riesgos para Colombia, especialmente a través del comercio bilateral bien sea de manera directa, por una disminución de la demanda por exportaciones colombianas, o de manera indirecta, a través de una devaluación en la tasa de cambio real venezolana que afecte la competitividad de los productos colombianos.

Históricamente, las relaciones comerciales colombo-venezolanas han sido de gran relevancia para ambos países. De hecho, en el primer semestre de 2007, las ventas de productos colombianos hacia Venezuela representaron el 14,4% de las ventas externas totales, con lo que el vecino país se posiciona como el segundo mercado externo más importante, superado solamente por los Estados Unidos con un 33,3% del total de exportaciones colombianas. Sin embargo, para algunos sectores claves para la generación de empleo y la producción nacional, la importancia del mercado venezolano es aún mayor. Este es el caso, por ejemplo, del sector automotor (79% de las exportaciones se dirigen a Venezuela) y el de productos animales (76%), seguidos por los sectores de confecciones, textiles, cueros y maquinaria para los cuales el mercado venezolano representa entre 30 y 40% de las

³ FMI. Allianz Group.

Cuadro 1
INDICADORES DE GOBERNABILIDAD (WORLD GOVERNANCE INDICATORS) PARA VENEZUELA

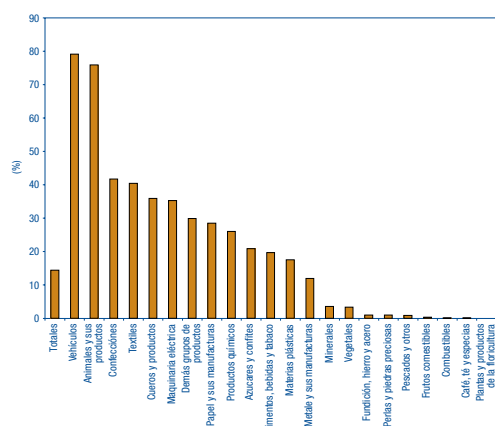
	1996	1998	2000	2002	2004	2006
Rendición de cuentas	53,6	53,4	42,3	35,1	30,3	29,3
Estabilidad política	18,8	30,3	28,4	12,5	11,5	12,0
Efectividad del gobierno	13,7	34,6	24,6	13,3	16,1	19,9
Calidad reguladora	37,1	40,0	32,2	30,2	11,2	8,8
Rule of law	28,1	29,0	24,3	13,3	9,0	5,7
Control de la corrupción	23,8	20,4	33,5	16,0	13,6	12,6

Nota: Todos los valores corresponden al ranking del país con respecto a los demás países del mundo. El ranking más bajo corresponde a un valor de 0 mientras que el más alto corresponde a un valor de 100.

Fuente: Kaufmann, Daniel; Kraay, Aart & Mastruzzi, Massimo, "Governance Matters VI: Governance Indicators for 1996-2006" (July 2007). World Bank Policy Research Working Paper No. 4280.

ventas externas (Gráfico 2). Esto refleja que 97,3% de las exportaciones a Venezuela corresponden a rubros no tradicionales, de los cuales 91,6% corresponde a productos industriales.

Gráfico 2
PARTICIPACIÓN DE LAS EXPORTACIONES A VENEZUELA POR SECTOR



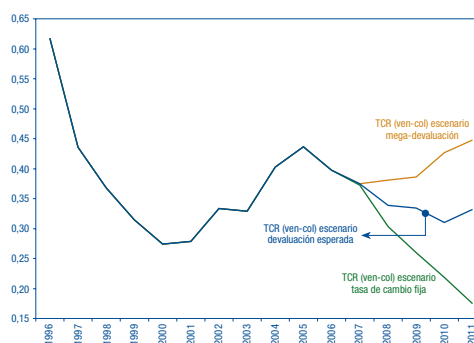
Fuente: DANE. Cálculos de Fedesarrollo.

Bajo este panorama, un menor crecimiento del país vecino puede tener efectos bastante negativos para la economía colombiana, ya que esto implicaría una menor capacidad de demanda de los hogares venezolanos, perjudicando las exportaciones de productos colombianos hacia Venezuela. Por otra parte, una devaluación real en este país reduciría la competitividad de la producción colombiana en la medida en que los bienes venezolanos serían relativamente más baratos que los bienes colombianos. Lo anterior afectaría directamente a los exportadores colombianos que tendrían menores oportunidades de vender sus productos en el exterior dado que los consumidores venezolanos encontrarán relativamente más económico adquirir bienes domésticos. En efecto, al analizar el comportamiento de la serie de tasa de cambio real entre Venezuela y Colombia, se pueden observar los diferentes efectos de una devaluación nominal. Para hacer dicho ejercicio se tuvieron en cuenta tres posibles casos que dan origen a escenarios completamente diferentes para Colombia.

En el primer caso se dejó la tasa de cambio oficial fija en el nivel actual de 2.150 bolívares por dólar, en el segundo se supuso un crecimiento promedio anual de la tasa de cambio nominal de 11,8% (que equivale a la devaluación promedio esperada por la mayor parte de los analistas) y en el tercer caso (escenario pesimista), se supuso una devaluación mayor a la pronosticada. Al hacer este ejercicio, se hace evidente que bajo los dos últimos escenarios, la competitividad de los productos colombianos se ve seriamente afectada y se perdería parte del campo ganado durante los últimos diez años (Gráfico 3).

A la luz de estos escenarios, resulta bastante probable que la evolución de la economía venezolana afecte de manera negativa el desempeño de la producción colombiana. De hecho, las proyecciones de Fedesarrollo para Colombia consideran que la desaceleración del producto venezolano será uno de los factores que contribuirán a la moderación de la tendencia creciente que ha venido mostrando el PIB colombiano, especialmente en los sectores industrial, (que se estima pasará de un incremento anual de 8,6% en 2007 a 7,4% en el 2008 y 6,0% en promedio entre 2009 y 2011) y el comercio (de 9,8% en 2007 a 8,2% en 2008 y a 6,6% entre 2009 y 2011). En el agregado, se espera que la economía acumule una variación anual de 6,4% en 2007 y 5,5% en 2008.

Gráfico 3
EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO REAL VENEZOLANA



Fuente: LatinFocus. Banco de la República y BCV. Cálculos de Fedesarrollo.

La inflación disminuye y las expectativas de los administradores mantienen su senda

En agosto de 2007, 90% de los encuestados respondió que la inflación disminuiría en los próximos seis meses, y un 5% indicó que ésta iba a aumentar durante el mismo periodo. Lo anterior ubica el balance de esta pregunta en -85% (Cuadro 1). Es importante mencionar que la inflación en el mes de agosto fue de -0,13% respecto al mes inmediatamente anterior, resultado positivo pues significa una disminución en la variación anual de la inflación de medio punto porcentual (de 5,77% en julio a 5,22% en agosto). Aun así, los resultados sobre la inflación observada todavía no son satisfactorios, pues ésta sigue ubicándose por encima del rango-meta para el año 2007 (3,5% - 4,5%).

Factores externos se presentan como el principal riesgo a la hora de invertir

En la EOF se le pregunta a los administradores de portafolio cuáles factores se presentan como las principales preocupaciones a la hora de invertir. El comportamiento errático de la economía mundial en los últimos días ha llevado a que los inversionistas reevalúen el riesgo a la hora de invertir en los mercados emergentes. En julio la principal preocupación radicaba en la política monetaria (a 57,9% de los encuestados le preocupaba este hecho). En agosto, debido al comportamiento errático de los mercados financieros internacionales, las percepciones han cambiado y el 52,5% de los encuestados ve en el frente externo el principal riesgo para la inversión.

El hecho de que los factores externos sean la principal fuente de preocupación para la inversión es consistente con el comportamiento de la economía mundial, en especial la crisis hipotecaria estadounidense. Después de una paulatina reducción del riesgo proveniente del exterior, el resultado de agosto (el segundo más alto desde mayo de 2006) muestra el alto nivel de incertidumbre que rodea a la economía de Estados Unidos y que ha afectado la percepción de los inversionistas locales. Esto se tradujo en una devaluación del tipo de cambio durante el mes de agosto (Gráfico 1).

La estabilización de la inflación promueve una leve mejora en el índice de Confianza del Mercado (ICM)

El Índice de Confianza del Mercado (ICM) está basado en las expectativas que tienen los administradores de portafolio sobre el comportamiento futuro de la inflación, el *spread* y el crecimiento económico. Un valor del ICM por debajo del promedio indica que el grado de confianza está desmejorando. Durante el mes de julio de 2007 el ICM registró un valor de 0,96 puntos mientras que en agosto dicho indicador registró un valor de 1,06 puntos. Este incremento de 10 puntos ubica al ICM en el punto más alto que se ha registrado en lo corrido del año (Gráfico 2). Como era de esperarse el aumento de la confianza se ha traducido en un menor grado de aversión al riesgo, lo cual ha llevado a un aumento del apetito de los inversionistas por las acciones colombianas. De hecho, el 53% de los encuestados afirmó que los precios en el mercado de acciones colombiano se encuentran en niveles justos.

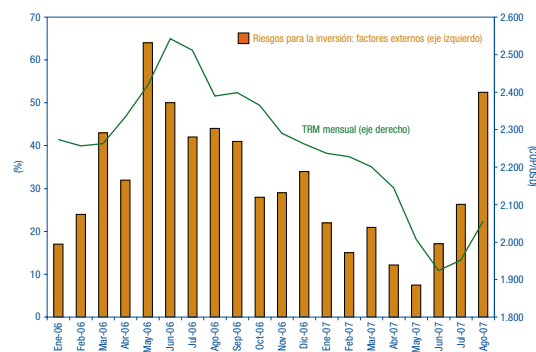
Cuadro 1
EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS PARA LOS PRÓXIMOS SEIS MESES (% NETO)

	Julio	Agosto	Cambio (puntos)
Tasa de interés Banco de la República	71	48	-23
Inflación	-87	-85	2
Tasa de cambio	21	17	-4
Spread	18	20	2
Crecimiento económico	-40	-30	10

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

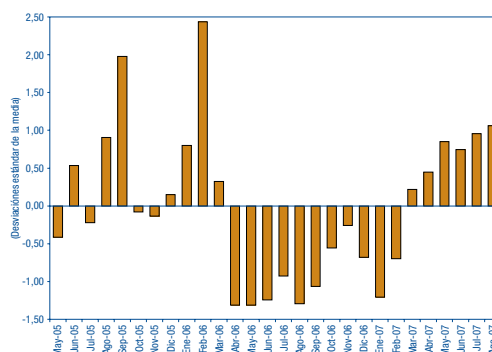
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC - Fedesarrollo.

Gráfico 1
RIESGOS PARA LA INVERSIÓN Y COMPORTAMIENTO DEL TIPO DE CAMBIO



Fuente: DANE. Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo.

Gráfico 2
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL MERCADO (ICM)



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo.

La confianza del consumidor se mantiene estable

Los últimos resultados de la Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo muestran que la confianza de los consumidores se mantiene estable. En efecto, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) en agosto de 2007 alcanzó un registro de 28,5 puntos frente a los 28,6 puntos registrados en el mes de julio. Aun así, es importante resaltar que este registro se sitúa 4,1 puntos por debajo de la cifra obtenida en el mes de agosto del año anterior (32,6). Así, después de dos meses de acelerado crecimiento de la confianza del consumidor (en junio de 2007 se registró un crecimiento de 15,52% y en julio uno de 13,81%), en el mes de agosto se ha moderado el comportamiento del ICC (Gráfico 1).

Al analizar los componentes del ICC, el balance más alto se registró en la disposición para la compra de bienes durables por parte de los hogares. En efecto, 71,1% de los encuestados manifestó que la situación es favorable para realizar compras de este tipo mientras que 23,9% expresó estar en desacuerdo con lo anterior. El 5% restante repondió que la situación ni es buena ni es mala. De esta forma, el balance a esta pregunta se ubicó en 47,2%, lo cual implica una reducción de 3,6 puntos con respecto al mes inmediatamente anterior (50,8%). Aun así, la disposición de compra de bienes durables por parte de los hogares sigue aumentando. De la misma manera, el balance a la pregunta que mide las expectativas sobre la situación económica de los hogares registró un comportamiento favorable. El 51,1% de los hogares encuestados respondió que espera una mejora en su situación económica durante el próximo año, 10,8% indicó que su situación empeoraría y 38,1% piensan que su situación se mantendrá inalterada a lo largo de los próximos doce meses. Así, el balance a esta pregunta se ubica en 40,3%. Finalmente, el balance de la pregunta que recoge el comportamiento de las expectativas sobre las condiciones económicas del país para el próximo año, se ubicó en 16,9% (32,6% de los hogares que componen la muestra creen que las condiciones económicas del país estarán mejor dentro de un año que hoy en día y 15,7% creen que estas estarán peor). Este resultado es superior en 2,2 puntos al balance de julio de 2007 y demuestra que, pese a un leve retroceso en los componentes que miden la confianza individual, a nivel agregado ésta registra un comportamiento positivo.

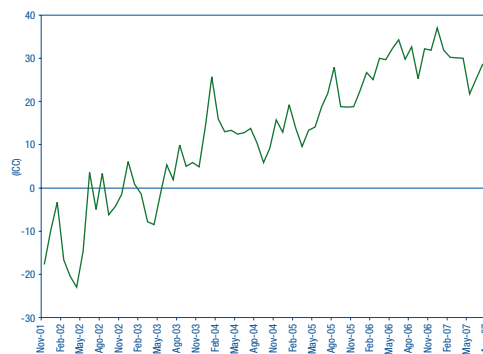
De acuerdo con el comportamiento de la disposición de compra de bienes durables por parte de los hogares, el Índice de Condiciones Económicas (ICE) registró un retroceso de 4,5 puntos al pasar de 35,7 en julio a 31,2 en agosto. Por otra parte, el Índice de Expectativas del Consumidor (IEC) para el mes de agosto presenta un resultado favorable. El IEC se ubicó en un nivel de 26,7 puntos, lo cual implica un incremento de 2,7 puntos con respecto al mes anterior (23,9). Con este resultado se registran tres meses seguidos de incrementos en las expectativas del consumidor (Gráfico 2). Así, es posible prever que, si bien durante el mes de agosto la confianza del consumidor se moderó con respecto al comportamiento de los meses anteriores, en los meses que vienen se presenten resultados favorables que demuestren la dinámica positiva en el comportamiento de los consumidores.

Cuadro 1
RESUMEN DE RESULTADOS
ENCUESTA DE CONSUMO

	Agosto 2006	Julio 2007	Agosto 2007	Cambio mensual	Cambio anual
ICC	32,6	28,6	28,5	-0,1	-4,1
IEC	32,1	23,9	26,7	2,8	-5,4
ICE	33,4	35,7	31,2	-4,5	-2,2

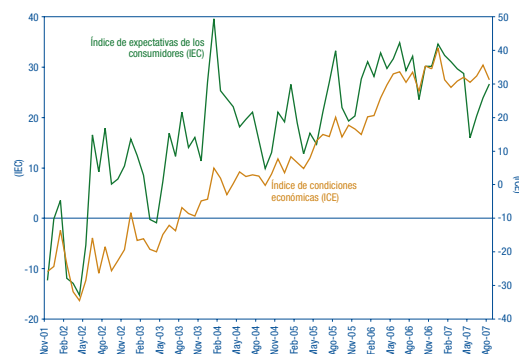
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo.

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR (ICC)



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

Gráfico 2
ÍNDICES DE EXPECTATIVAS DEL CONSUMIDOR Y
CONDICIONES ECONÓMICAS



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

Barranquilla registró el nivel más alto de confianza del consumidor

Los resultados de la EOC para el mes de agosto de 2007 muestran que Barranquilla es la ciudad que presenta el mayor índice de confianza. En efecto, Barranquilla se ubica en el primer lugar con un ICC de 31,3 puntos, seguida por Bogotá con un ICC de 29,6, Medellín con un registro de 27,5 puntos y finalmente por Cali con un ICC de 23,3 (Gráfico 3). En lo corrido del año hasta agosto, Barranquilla es la ciudad que ha registrado mayores niveles de confianza; ocupando el primer lugar en siete ocasiones (solamente en julio Bogotá registró un mayor nivel de confianza). Por otro lado, a pesar de registrar un aumento en el nivel de confianza de 3,1 puntos con respecto a julio de 2007, Cali continúa ubicándose en el último lugar durante este trimestre. Finalmente, es clave resaltar que en las cuatro ciudades se han registrado niveles de confianza más bajos a los observados en agosto de 2006. Barranquilla y Bogotá fueron las ciudades con el menor deterioro (-0,6 y -2,4 puntos respectivamente), mientras que Medellín (con un registro inferior en 8,4 puntos) y Cali (con un registro inferior en 8,6 puntos) registraron las mayores pérdidas de confianza.

Disminuyen las expectativas de desempleo

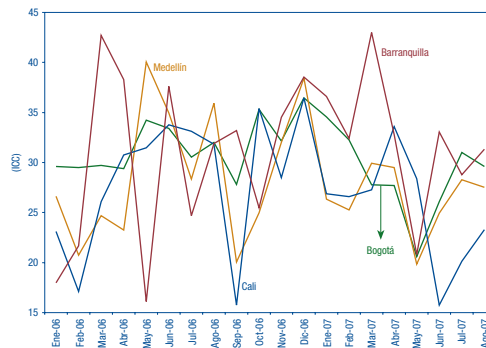
La EOC de Fedesarrollo le pregunta a los hogares sobre las expectativas de desempleo durante los próximos doce meses. En el mes de agosto, el balance a esta pregunta registró un comportamiento favorable pues se obtuvo el valor más bajo desde enero de 2007. Así, 36% de los hogares encuestados respondió que el desempleo aumentará en el próximo año, 34,3% respondió que se mantendrá inalterado y 29,7% que éste disminuiría. De esta forma el balance a la pregunta se ubicó en un nivel de 6,3%, lo que implica una reducción de 8,7 puntos con respecto al mes de julio de 2007 (Gráfico 4). Lo anterior se presenta como una buena señal al mercado, a pesar del leve incremento de la cifra de desempleo nacional (de 11,0% en junio a 11,2% en julio), en la medida en que los hogares mantienen una posición optimista.

Al descomponer los resultados por estratos se puede ver que la mejoría en el nivel de empleo agregado se distribuye uniformemente. Al observar los cambios entre agosto de 2006 y julio de 2007, se evidencia un comportamiento favorable de los balances. En primer lugar se encuentran los estratos medios, que presentan una disminución de 11,7 puntos, seguido por los estratos bajos con 11,3 puntos y finalmente por los estratos altos con 6,7 puntos.

Crece el ahorro de los hogares

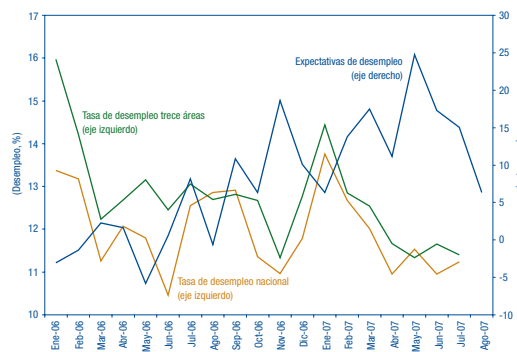
El resultado obtenido por la EOC para el mes de agosto muestra un comportamiento favorable del ahorro de los hogares. Si bien el balance a la pregunta sobre si los hogares logran ahorrar una parte de sus ingresos siempre se ha ubicado en terreno negativo, el mes de agosto de 2007 se registró un balance de -37,2%, lo cual se traduce en un aumento de 4,4 puntos con respecto al mes de julio y de 4,5 puntos con respecto al mes de agosto de 2006. Este aumento en el nivel de ahorro demuestra que las condiciones de los hogares han venido mejorando de manera gradual puesto que en el último año ha aumentado la cantidad de hogares que alcanzan a ahorrar una parte de sus ingresos (Gráfico 5).

Gráfico 3
ICC POR CIUDAD



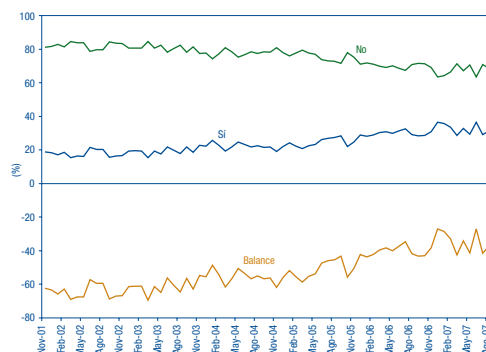
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo.

Gráfico 4
DESEMPLEO VERSUS EXPECTATIVAS DE DESEMPLEO



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

Gráfico 5
¿DIRÍA USTED QUE EN LA ACTUALIDAD LE ESTÁ ALCANZANDO PARA AHORRAR?



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

La confianza industrial se mantiene estable

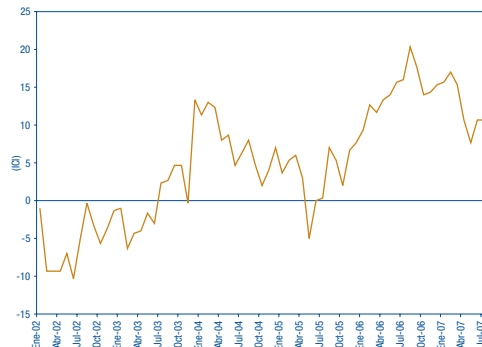
En julio de 2007 el Índice de Confianza Industrial (ICI), construido a partir de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo, no presentó ninguna variación con respecto al nivel alcanzado el mes de junio. La confianza industrial se mantuvo estable después del incremento del mes de junio de 2007, cuando el ICC recuperó 3 puntos con respecto al resultado del mes de mayo. Si bien no se registró una disminución en el nivel de confianza, el valor del mes julio de 2007 (11 puntos) se encuentra 5 puntos por debajo del nivel observado en el mismo mes del año anterior (Gráfico 1). Este resultado indica que durante los últimos dos meses, la confianza de los empresarios se ha estabilizado, luego de haber decrecido durante la primera mitad de año.

Al analizar los componentes básicos del ICI (el nivel de existencias, el nivel de pedidos y las expectativas de producción para los próximos tres meses) se observa que las mejores expectativas de producción compensan el deterioro en la percepción sobre el nivel de existencias, y que el balance de respuestas sobre el nivel de pedidos permaneció estable. En efecto, el balance de respuestas sobre el nivel de existencias registró un leve deterioro. En julio de 2007, 13% de los encuestados afirmó tener niveles de existencias grandes y 78% manifestó tener niveles normales. De esta forma, el balance a esta pregunta se ubicó en 3%, lo cual implica un aumento de 4 puntos con respecto al mes anterior. Por otra parte, el balance de respuestas sobre el nivel actual de pedidos se mantuvo constante en la medida en que 14% de los empresarios encuestados respondió tener un nivel alto de pedidos, 65% un nivel normal y 21% un nivel bajo; lo cual ubica el balance en -7%. Finalmente, en julio, 46% de los encuestados afirmó que su producción aumentaría en los próximos 3 meses, 49% que se mantendría inalterada y el 4% restante que esta disminuiría. De esta forma el balance a esta pregunta para el mes de julio (42%) se ubicó 4 puntos por encima del registro del mes anterior (Gráfico 2).

Las condiciones económicas y sociopolíticas para la inversión presentan un comportamiento favorable

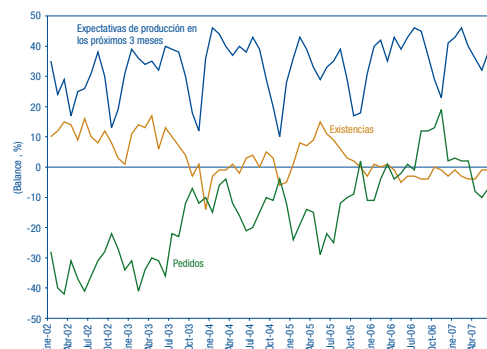
Según los últimos datos reportados por el DANE, durante el segundo trimestre de 2007 la inversión creció cerca de 20%, lo que indica que este componente de la demanda sigue siendo uno de los principales motores de la economía colombiana. De manera consistente con este resultado, los datos arrojados por la EOE, en el módulo especial que pregunta trimestralmente sobre las condiciones económicas y sociopolíticas para la inversión, muestran un comportamiento favorable. El 49% de los encuestados manifestó que las condiciones económicas para la inversión son favorables, 42% expresó que son neutras y solamente 9% consideró que estas son desfavorables. Así, el balance a esta pregunta se ubicó en 40%, cifra superior en 15 puntos porcentuales al registro del trimestre anterior (marzo a mayo 2007), y 2 puntos porcentuales por encima del registro de agosto de 2006. Para el caso de las condiciones

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL (ICI)



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

Gráfico 2
COMPONENTES DEL ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL



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

Gráfico 3
CONDICIONES ECONÓMICAS Y SOCIOPOLÍTICAS PARA LA INVERSIÓN



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

sociopolíticas, 48% de los industriales afirmó que las condiciones son positivas, 47% indicó que son neutras y el 5% restante respondió que son negativas. De esta forma, el balance a la pregunta se ubicó en 43%, cifra superior en 18 puntos porcentuales al balance registrado en mayo de 2007, y en 5 puntos porcentuales al de agosto de 2006 (Gráfico 3).

Se presenta un incremento en la utilización de la capacidad instalada

La EOE analiza trimestralmente la utilización de la capacidad instalada. Los resultados preliminares del mes de agosto muestran que la utilización de la capacidad instalada de las firmas encuestadas ha aumentado en 0,8 puntos porcentuales al pasar de 73,3% a 74,1% (Gráfico 4). Si bien la magnitud del aumento es pequeña, el incremento de esta tasa y de la inversión sugieren que las firmas están ampliando su capacidad productiva para satisfacer la demanda interna.

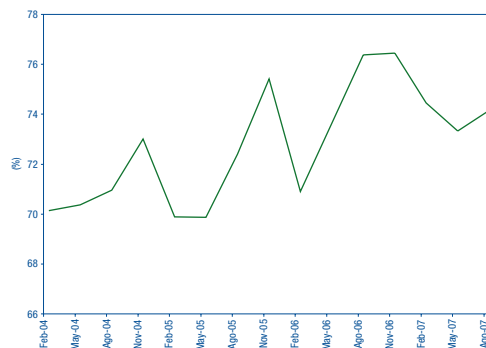
Las tres actividades productivas con mayor utilización de la capacidad instalada fueron: la fabricación de otros productos minerales no metálicos (83,5%), la fabricación de productos metalúrgicos básicos (80,7%) y la fabricación de otros tipos de equipos de transporte (80,0%) (Gráfico 5).

Se modera la confianza comercial

El Índice de Confianza Comercial (ICCO) presentó una disminución de 7,0 puntos entre el mes de junio y el mes de julio de 2007, al pasar de 25,3 puntos a 18,3 puntos. De esta forma el indicador se encuentra 14 puntos porcentuales por debajo de la referencia del año anterior (Gráfico 6).

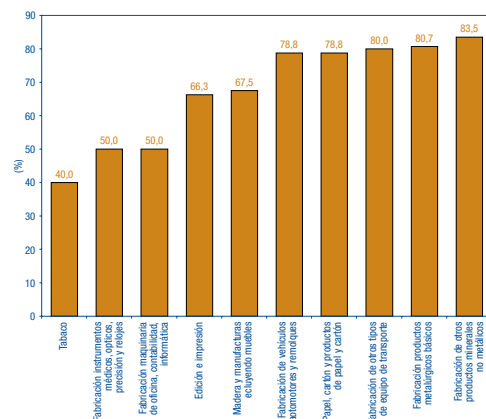
Al analizar los componentes del ICCO (situación económica actual, situación económica en los próximos seis meses y nivel de existencias) se evidencia que la percepción menos favorable sobre las expectativas de la situación económica en los próximos seis meses explica el comportamiento menos dinámico del ICCO. El balance de respuestas sobre la situación económica se mantuvo inalterado con respecto al registro del mes de junio de 2007. En efecto, 50% de los encuestados respondió que la situación económica actual es buena, mientras que 5% afirmó que dicha situación es mala (el 45% restante respondió que la situación es regular). Por lo tanto, el balance a dicha pregunta se ubicó en 45%. El balance a la pregunta sobre las expectativas de la situación económica en los próximos seis meses disminuyó 10 puntos porcentuales en el último mes al ubicarse en 39%. Finalmente, el balance a la pregunta sobre el nivel de existencias de las empresas comerciales aumentó considerablemente al pasar de 18% en junio a 29% en julio de 2007 (32% indicó que en la actualidad sus existencias son altas, la mayor parte indicó que el nivel de existencias es normal (65%) y sólo 3% afirmó tener existencias bajas). Lo anterior indica que los comerciantes no están vendiendo toda su mercancía. Al aumentar el nivel de las existencias ha disminuido la percepción positiva que los comerciantes tienen sobre la actividad económica en los próximos seis meses y por lo tanto el ICCO se ha deteriorado.

Gráfico 4
PORCENTAJE DE UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA



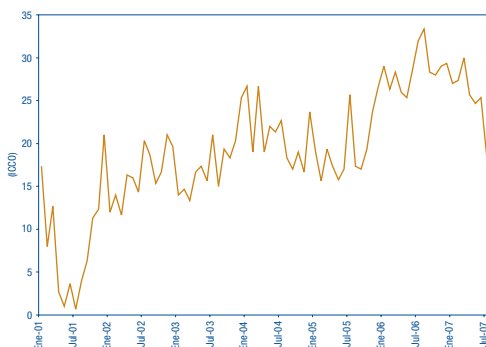
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

Gráfico 5
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA POR ACTIVIDAD PRODUCTIVA



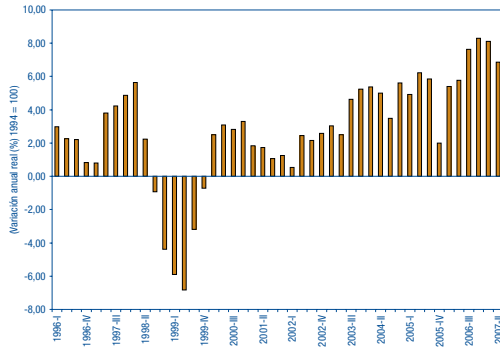
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

Gráfico 6
ÍNDICE DE CONFIANZA COMERCIAL (ICCO)



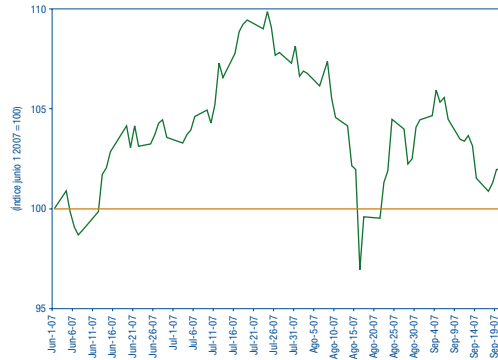
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB (Con ilícitos)



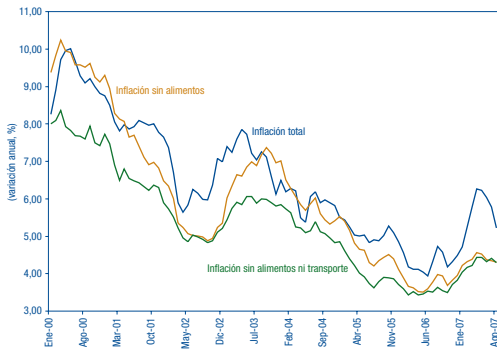
Fuente: DANE. Cálculos de Fedesarrollo.

COMPORTAMIENTO DEL IGBC



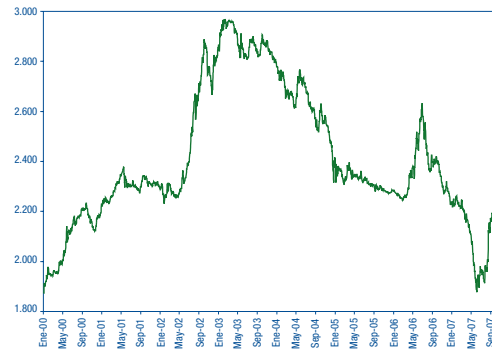
Fuente: Grupo Aval. Cálculos de Fedesarrollo.

INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN BÁSICA



Fuente: DANE. Cálculos de Fedesarrollo.

TASA DE CAMBIO REPRESENTATIVA DE MERCADO (Diaria)



Fuente: Banco de la República.

PROYECCIONES PIB COLOMBIA (Crecimiento real anual, %)

Institución	Proyección PIB (%)	
	2007	2008
Fedesarrollo	6,4	5,5
Consensus (promedio)	6,4	5,3
Más alto	6,9	5,6
Más bajo	5,9	4,8
Desviación estándar	0,3	0,3

Fuente: *Latinamerican Consensus Forecast.*