

TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

40

Julio 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>
Bogotá D. C., Colombia

Editorial: Panorama Fiscal

Encuesta de Consumo

Encuesta de Opinión Empresarial

Actualidad: Crecimiento Económico 2005-I

Encuesta de Opinión Financiera

Indicadores Económicos

Panorama fiscal

Al cierre del periodo de sesiones del Congreso durante el mes de junio pasado, el gobierno presentó el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP), que de acuerdo con la Ley de Responsabilidad Fiscal debe entregar cada año antes del 15 de junio para preparar la discusión en el Congreso sobre el presupuesto del año siguiente. Este documento recoge información valiosa sobre la situación fiscal en el corto plazo y constituye una oportunidad única en el año para discutir la viabilidad del cumplimiento de las metas relacionadas con las finanzas públicas con un horizonte de mediano plazo.

El debate sobre la sostenibilidad fiscal colombiana se ha dejado de lado en los últimos meses. De hecho, al observar los resultados del año pasado, cuando se dio un sobre cumplimiento de la meta de déficit para el Sector Público Consolidado (SPC) de 0,8 puntos al alcanzar 1,3% del PIB y se realizaron operaciones exitosas de manejo y reestructuración de la deuda pública podría pensarse que las alarmas y la discusión fiscal en Colombia parecen agotadas. Incluso, una mirada desprevenida a las proyecciones fiscales que el Ministerio de Hacienda publica en el documento podría señalar que la situación a futuro también se encuentra resuelta. Nada más lejos de la realidad, el comportamiento reciente responde a una coyuntura favorable en los mercados internacionales y a un componente estacional en la ejecución del gasto en los gobiernos locales. La situación para 2005 y 2006 parece controlada gracias las medidas temporales que se han tomado recientemente en materia de ingresos y gastos. Sin embargo, las perspectivas a mediano plazo son inciertas. A partir de 2007 se vencen los alivios transitorios que -unidos a las condiciones favorables en los mercados financieros- han logrado mantener las finanzas públicas bajo control. Además, a finales de esta década los aspectos estructurales de las cuentas fiscales, como pensiones, transferencias territoriales, petróleo y gasto militar comenzarán a ejercer una presión que hasta ahora no se ha hecho evidente.

El MFMP incluye la revisión del plan financiero para 2005 y la primera versión del correspondiente a 2006. En ellas se presentan metas de déficit para el SPC equivalentes a 2,5 y 2% del PIB respectivamente. De acuerdo con el gobierno, en un principio se había planteado una meta de déficit fiscal de 2,2% del PIB para el presente año pero logró ampliarse para incluir proyectos de inversión prioritarios para el país. En el Plan Financiero se argumenta que con el mayor espacio fiscal podrán financiarse programas como Familias en Acción, proyectos para inversión y capitalización del campo y el mantenimiento y pavimentación de 1.400 Km de carreteras. Vale resaltar que si bien este tipo de programas son importantes para el alivio de la pobreza urbana y rural, se constituyen en gastos permanentes que no pueden justificarse en aumen-

PATROCINADORES:



tos temporales en el déficit. Además, de acuerdo con la distribución de competencias entre los diferentes niveles de gobierno, las inversiones en carreteras secundarias y terciarias son responsabilidad directa de los gobiernos locales.

Para 2006 el ajuste se verá en el sector descentralizado. A pesar de que sólo hasta ese año se materializará completamente el aumento de la tarifa de IVA de 7% a 10% para algunos bienes como avena, maíz, chocolate, medicina prepagada, entre otros; el incremento en los pagos de pensiones que debe hacer el gobierno central resultará en un incremento en el déficit del GNC de 6,1% del PIB en 2005 a 6,4% del producto en 2006. Así, el aumento en los ingresos de Ecopetrol por el desmonte de los subsidios a la gasolina y el incremento en la producción de petróleo durante ese año fortalecerán el balance fiscal de la empresa y contribuirán a mejorar el balance consolidado. Como ya se ha vuelto costumbre, el ajuste faltante se sustenta en incrementos desproporcionados y poco factibles en el balance de las "entidades no incluidas" que aunque nunca se realizan al cierre del año, aparecen compensados por resultados favorables en otros rubros del SPC. Si bien esta maniobra contable no es idónea, la experiencia de los años anteriores indica que probablemente los cálculos agregados resulten como los planea el gobierno. Ojalá 2006 no sea la excepción.

El financiamiento del déficit del GNC y de los costos de la reestructuración financiera mostrará durante 2005 un comportamiento especial. El prepagado del crédito de emergencia del BID por US\$1.250 millones representa un incremento en las amortizaciones que resultan superiores a los desembolsos externos. Así, el crédito externo neto será negativo mientras que el crédito interno neto se duplicará con respecto al observado durante 2004. De hecho, la colocación total de TES aumentará en cerca de 60% y la que se realiza a través de subastas en 47%. Hasta ahora el exceso de liquidez de la economía parece haber favorecido la emisión de deuda pública interna de manera que, a pesar del incremento en la oferta de títulos, la demanda ha llevado a que los precios de los TES se mantengan crecientes. De hecho, el Índice de Deuda Pública que calcula Corfivalle a partir de los precios de los títulos más transados en el mercado, ha mostrado un crecimiento anual cercano a 20% en el último año y medio. Así, los establecimientos de crédito han aumentado su exposición al riesgo soberano por cuanto sus inversiones en títulos de deuda pública ya alcanzan 30% de los préstamos. Pero, aunque los administradores de fondos de inversión consultados por la Bolsa de Valores de Colombia y Fedesarrollo en la Encuesta de Opinión Financiera muestran una tendencia a aumentar sus posiciones en TES de plazos inferiores a tres años, ya presentan reticencia para incrementar su exposición en TES a plazos más largos.

Así, el detalle que presenta el MFMP permite entender los determinantes de la situación fiscal para este y el próximo año. Sin embargo, el horizonte de mediano plazo -que es precisamente lo novedoso de este documento- se limita a presentar una evolución

deseable del déficit que se reduciría continuamente hasta llegar a 1,5% del PIB en 2015 y que haría sostenible la deuda pública. Es cierto que proyectar los ingresos y los gastos del gobierno y de todas las entidades que componen el balance fiscal consolidado es una tarea compleja pero los problemas estructurales de las finanzas públicas colombianas y el vencimiento de las medidas tributarias que se incluyeron de manera temporal en la reforma de 2003, ameritan una revisión de las alternativas para reemplazar los ingresos o cubrir los gastos adicionales que no se encuentra en el documento del gobierno.

La Ley 863 de 2003 creó una sobretasa al impuesto de renta para los años gravables 2004 a 2006, para el mismo periodo estableció un impuesto sobre el patrimonio líquido con una tarifa de 0,3% y determinó que entre 2004 y 2007 la tarifa al Gravamen a los Movimientos Financieros sería 0,4%. Además, la misma ley permitió que los contribuyentes del impuesto a la renta deduzcan el 30% del valor de las inversiones realizadas en activos fijos productivos. De acuerdo con la información de la DIAN, este beneficio tributario tuvo un costo fiscal de \$860 mil millones durante 2004 y representa el 35% de los costos asociados a las rentas exentas y a los descuentos tributarios. El alto gobierno ha señalado que una vez expire este incentivo a la inversión se reducirán las tarifas de otros impuestos para garantizar la competitividad tributaria de Colombia. Si bien es deseable que se eliminen las medidas implementadas en 2003 -por castigar la inversión y la intermediación financiera e introducir nuevas exenciones-, habrá que buscar recursos fiscales que compensen la caída en el recaudo a partir de 2008.

El aumento de los pagos pensionales en cabeza del gobierno y el agotamiento del régimen de transición que define el crecimiento de las transferencias del Sistema General de Participaciones complican el panorama fiscal en el mediano plazo. A partir de 2009 las transferencias territoriales crecerán al ritmo de los ingresos corrientes de la Nación y no podrán ser inferiores a 43,2% del producto. Esto implica un incremento permanente en el déficit a partir de ese año de al menos 1,3% del PIB. Además, hay que recordar que en los próximos años habrá una desaceleración en la producción de petróleo que afectaría las transferencias de Ecopetrol a la Nación y que el conflicto colombiano requiere recursos fiscales permanentes para financiar los esfuerzos de gasto en defensa y seguridad.

En definitiva, aunque la situación fiscal de 2005 y 2006 parece resuelta, existen presiones en el mediano plazo que tenderían a profundizar el déficit. Bajo un escenario pasivo la sostenibilidad de la deuda se vería amenazada. Por lo tanto, es importante avanzar en las reformas estructurales en materia de transferencias territoriales, impuestos y flexibilización del gasto de manera que se reduzca la incertidumbre sobre la evolución futura de los ingresos y los pagos del gobierno y de esa manera se realice el escenario meta que plantea el MFMP.

El Índice de Confianza del Consumidor creció en junio

El Índice de Confianza del Consumidor completó tres meses de ascenso y pasó de 14,1 en mayo a 18,7 en junio, superior al 12,4 observado doce meses atrás. Así, el comportamiento del ICC señala que el consumo de los hogares registró un buen comportamiento durante el segundo trimestre de este año. Por esto, se espera que cuando el DANE releve el desempeño del consumo privado durante abril y junio se observe un repunte frente a la aparente desaceleración de los primeros meses del año cuando el crecimiento anual fue 3,2% real (Gráfico 1). Los resultados muestran que los estratos socioeconómicos altos y medios mantuvieron en junio una perspectiva positiva mientras que los consumidores de estratos bajos fueron menos optimistas. El ICC para los consumidores de estrato alto aumentó de 11,7 en mayo a 25,1 en junio aunque se ubicó por debajo del nivel observado un año atrás (29,2). De la misma forma, el ICC para el estrato medio se incrementó de 13,0 en mayo a 19,5 en junio, superior al 17 registrado en junio de 2004. Por su parte, la confianza de los hogares pertenecientes al estrato bajo se contrajo de 12,3 en mayo a 8,7 en junio, aunque está por encima del nivel alcanzado en el mismo mes del año anterior (7,2) (Gráfico2).

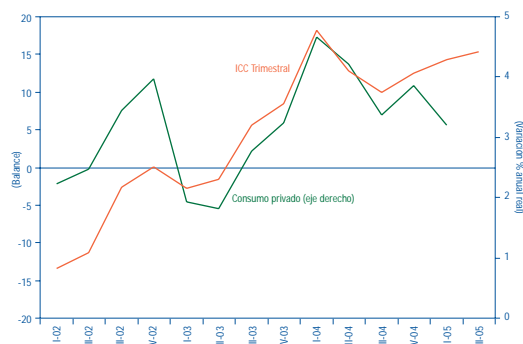
Optimismo frente a situación económica del país y del hogar

Los consumidores percibieron en junio que la situación del país y del hogar ha mejorado en los últimos meses. El porcentaje neto de encuestados que considera que las condiciones económicas del país son más favorables a las observadas un año atrás, aumentó de -0,8 en mayo a 4,7 en junio, aunque está por debajo del registro del mismo mes del año anterior (5,8). De la misma forma, el balance de la pregunta sobre la situación económica al interior del hogar aumentó de 3,7 a 8 que es el segundo nivel más alto de la historia de la serie. Los encuestados también se mostraron optimistas respecto a las expectativas frente al desempeño económico en el próximo año, a pesar de la aparente desaceleración de la economía que alcanzó un crecimiento de 3,6% real en el primer trimestre de 2005. Cuando se les preguntó por las condiciones económicas del país en los próximos doce meses, un porcentaje neto de 14,1 encuestados respondió que serán mejores, superior en 10,3 puntos al nivel de mayo pero inferior al observado doce meses atrás (15,7). El balance de la pregunta respecto a las expectativas a un año frente a la economía al interior del hogar, aumentó de 34,2 en mayo a 39,5 en junio, que está por encima del 34,2 de un año atrás. Con ello, como se observa en el Gráfico 3, el Índice de Expectativas del Consumidor alcanzó el segundo nivel más alto del año pues aumentó de 14,7 a 21,1, que se ubica por encima del registro de junio de 2004 (19,6).

Disponibilidad a comprar bienes durables sigue fuerte

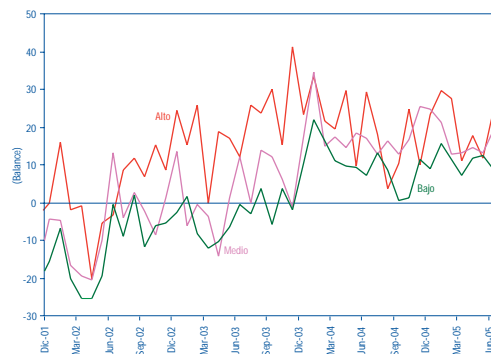
En el mes de junio el balance de la pregunta que indaga si las condiciones económicas para comprar bienes durables son favorables, dismi-

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR (ICC)
Y CONSUMO PRIVADO



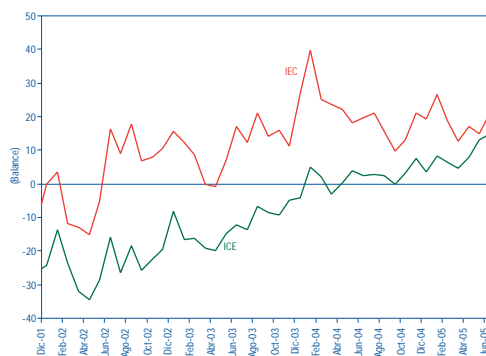
Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Inverem y DANE.

Gráfico 2
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR (ICC)
POR ESTRATOS SOCIOECONÓMICOS



Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Inverem.

Gráfico 3
ÍNDICE DE EXPECTATIVAS DEL CONSUMIDOR E ÍNDICE DE
CONDICIONES ECONÓMICAS



Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Inverem.

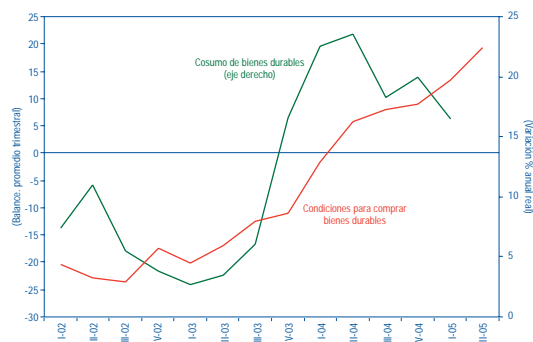
nuyó levemente de 22,4 a 21,9 pero se mantiene muy por encima de los registros de meses anteriores. Esto responde a que el comportamiento tanto de la demanda como de la producción de bienes durables ha sido uno de los más dinámicos este año. En las cifras reportadas por el DANE que recogen la información del primer trimestre de 2005, se señala que el consumo de bienes durables creció 16,5% respecto al primer trimestre de 2004, mientras que el consumo de servicios y bienes no durables creció apenas 2,1% y 4,7% respectivamente. El Gráfico 4 sugiere que para el segundo trimestre del año, el consumo de bienes durables creció a tasas cercanas a 20%. Lo anterior es consistente con los resultados en materia de producción de este tipo de bienes. Según la Muestra Mensual Manufacturera, los sectores que más se expandieron en el periodo comprendido entre enero y abril respecto al mismo periodo en 2004 fueron los de consumo durable tales como maquinaria y aparatos eléctricos (18,4%), muebles (20,2%) y vehículos (30,1%). De hecho, a pesar de que el balance de la pregunta que indaga sobre la disponibilidad a comprar vehículo cayó de -15,6 a -19,4, se encuentra en uno de los niveles más altos de la serie. Por esto, es posible que el dinamismo de las ventas de vehículos, que en lo que va corrido del año ha registrado 65.449 unidades que corresponden a 60% del total de unidades vendidas el año pasado, se mantendrá en el segundo semestre de 2005. Con todo, parece que los hogares pasan por una situación económica bastante favorable por lo que el Índice de Condiciones Económicas completó tres meses de ascenso al incrementarse de 13 en mayo a 15 en junio, muy superior al 2,4 registrado doce meses atrás (Gráfico 3).

Empleo e inflación

Las percepciones favorables de los consumidores durante el mes de junio fueron influenciadas por los resultados positivos respecto al nivel de empleo en la economía. El porcentaje neto de encuestados que considera que el desempleo va a aumentar en los próximos doce meses cayó 11,1 puntos para ubicarse en un nivel de 13, muy por debajo del 16,5 registrado en junio de 2004. En el Gráfico 5 se observa que este balance parece tener una relación estrecha con la tasa de desempleo de las trece ciudades principales del país. En mayo se crearon 289.534 empleos respecto al mismo mes de 2004, con lo que la tasa de desempleo correspondiente fue 13,9%, inferior en casi un punto a observada un año atrás (14,8%). Así, el resultado de la Encuesta de Confianza del Consumidor sugiere que durante junio la tasa de desempleo siguió con una tendencia decreciente. Sin embargo, cabe resaltar que según el DANE, el número de subempleados aumentó en cerca de 196.000, la variación más alta desde 2002.

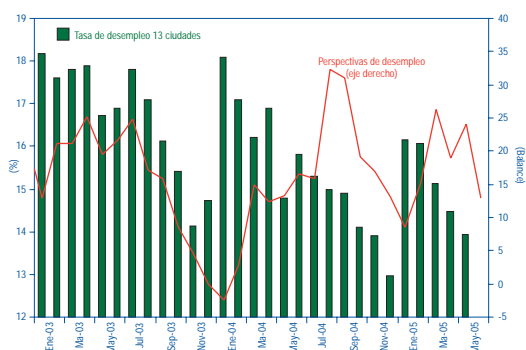
Por otra parte, en el mes de junio la inflación registró la variación acumulada doce meses más baja desde 1965 (4,83%), que parece confirmar una tendencia bastante sólida hacia la baja de los precios de la economía. Sin embargo, cuando se les preguntó a los consumidores por sus expectativas acerca de la evolución de los precios en los próximos doce meses, el promedio aumentó de 7,6 en mayo a 9,5 en junio, inferior al nivel de junio del año anterior (10,7). Como se observa en el Gráfico 6, las tendencias de la inflación han estado relacionadas con el desempeño de esta pregunta, por lo que el resultado de junio sugiere que la caída en los precios puede moderarse en los próximos meses.

Gráfico 4
CONSUMO DE BIENES DURABLES



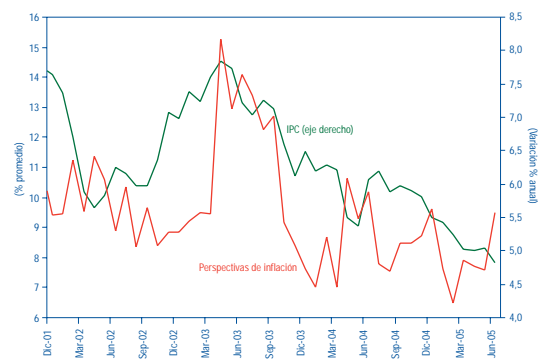
Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Invamier y DANE.

Gráfico 5
PERSPECTIVA POSITIVA PARA EL EMPLEO



Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Invamier y DANE.

Gráfico 6
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN



Fuente: Encuesta de Consumo Fedesarrollo - Invamier y Banco de la República.

El ICI registró un resultado negativo por primera vez desde noviembre de 2003

En mayo el Índice de Confianza Industrial se contrajo de 3 a -5 que, además de ser el primer registro negativo desde noviembre de 2003, está bastante por debajo del nivel observado en mayo de 2004 (8,6). Esto sugiere que la producción industrial pudo desacelerarse en mayo después de mostrar una aparente recuperación en abril, cuando la variación anual rompió con una tendencia descendente al crecer 10,9% real (Gráfico 1). El cálculo preliminar de Fedesarrollo muestra que el ICI será -3 durante junio que por mantenerse en terreno negativo, parece confirmar una posible moderación en el sector industrial durante el segundo trimestre del año.

Todos los componentes del ICI aportaron de forma negativa en el cálculo general. El balance de la pregunta sobre el nivel de pedidos en el mes, reflejó un menor dinamismo en la actividad industrial pues se contrajo de -14 en abril a -25 en mayo, muy inferior al registro un año atrás (12). Asimismo, los industriales acumularon un nivel de existencias significativo en el mes, que también es señal de una moderación en la actividad durante mayo. El balance de esta pregunta aumentó considerablemente de 8 a 14, que es el nivel más alto desde abril de 2003 y se ubica significativamente por encima de lo observado doce meses atrás (-3). Finalmente, el porcentaje neto de industriales que considera que la producción en los próximos tres meses aumentará, cayó de 34 en abril a 30 en mayo, que está por debajo de lo que se observó hace un año cuando este porcentaje fue 41 (Gráfico 2).

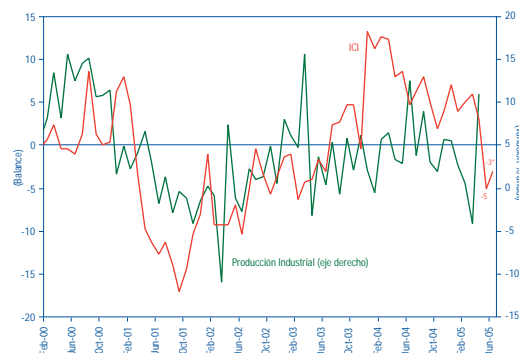
Expectativas de desempeño económico poco optimistas

Los resultados de la economía en el primer trimestre del año mostraron que el crecimiento tuvo una aparente desaceleración en este período. La Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo indica que las expectativas de los industriales para los próximos meses no son las mejores. Mientras que la percepción de la situación económica actual mejoró entre abril y mayo de este año -el balance de esta pregunta se incrementó de 32 a 34, aunque está por debajo del nivel observado doce meses atrás (37)-, el porcentaje neto de encuestados que considera que la situación económica será favorable en los próximos seis meses se contrajo por segundo mes consecutivo de 31 en abril a 26 en mayo, inferior al 37 del mismo mes de 2004. Cuando se desagregan los resultados de esta pregunta por empresas exportadoras y no exportadoras, las expectativas para el desempeño de la economía colombiana en los próximos seis meses parecen tener direcciones opuestas en cada uno de estos grupos. El Gráfico 3 muestra que el balance de esta pregunta para las empresas que exportan se contrajo de 30 a 24, inferior al nivel de doce meses atrás (40), mientras que para las no exportadoras aumentó de 28 a 30, que supera el registro observado en mayo de 2004 (27).

Utilización de capacidad instalada y condiciones para invertir

Una de las preguntas especiales incluidas en la encuesta de mayo se refiere al porcentaje de la capacidad instalada que utilizan las empresas para llevar a cabo su producción. En mayo, los industriales respondieron que utilizan el 70% de su capacidad, el mismo resultado de febrero de este año y de mayo del año pasado y muy cercano al promedio histórico (71%).

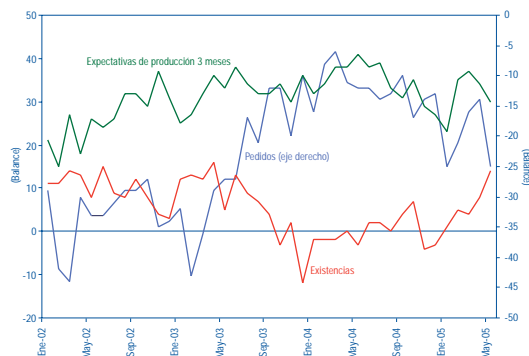
Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL (ICI)



* Proyectado para junio.

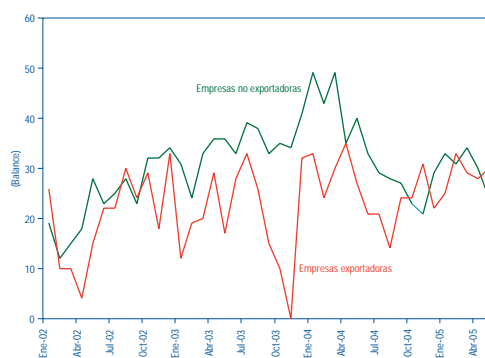
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial, (E.O.E.) de Fedesarrollo y DANE.

Gráfico 2
NIVEL DE PEDIDOS, EXISTENCIAS Y EXPECTATIVAS DE PRODUCCIÓN



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

Gráfico 3
EXPECTATIVAS DEL DESEMPEÑO ECONÓMICO EN LOS PRÓXIMOS SEIS MESES



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

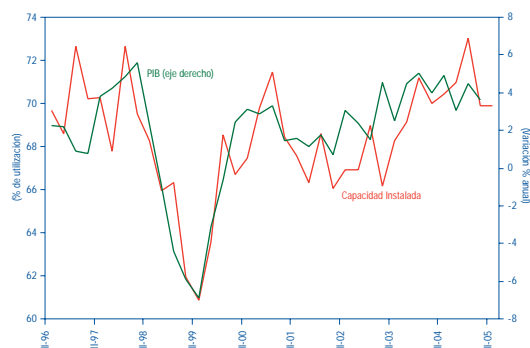
El grado de utilización de la capacidad ha estado relacionado con la evolución del PIB pues a medida que aumenta el primero se debe destinar mayores recursos de inversión para ampliar la frontera de posibilidades de producción. Con esto, se incentiva la demanda de la economía y se induce un mayor crecimiento del PIB (Gráfico 4). De mantenerse el nivel de utilización de la capacidad relativamente alto, podría esperarse decisiones de expansión por parte de los industriales. En ese caso, se mantendría el dinamismo de la inversión que durante el primer trimestre del año creció 15,9%. Sin embargo, si las expectativas de los industriales para el futuro continúan bajas no tendrían razón para hacer inversiones adicionales.

Cuando se les preguntó a los encuestados por el entorno económico y sociopolítico que rodea las decisiones de inversión, las respuestas en mayo fueron menos optimistas que en febrero (Gráfico 5). El balance de la pregunta que cuestiona si las condiciones económicas son favorables para invertir, se contrajo de un nivel de 19 en febrero a 9 en mayo, inferior al 21 de un año atrás y el nivel más bajo desde noviembre de 2003. Sin embargo, a pesar de que el promedio para lo que va corrido del año (14) es levemente inferior al de 2004 (18,5), es significativamente superior al observado en 2003 (-8,5) y 2002 (-37,5). En la misma dirección, el porcentaje neto de encuestados que considera que el entorno sociopolítico es propicio para tomar decisiones de inversión, disminuyó de 18 a 9, que está por debajo del registro un año atrás (23). No obstante, si bien el promedio de enero a mayo de este año (13,5) es inferior al de todo 2004 (22,2), continúa por encima de los niveles alcanzados en 2003 (el promedio del año fue -18,2) y 2002 (el promedio del año fue -55,2). De esta forma, las respuestas de los encuestados sugieren que las expectativas de inversión son aún favorables. En todo caso, los resultados de la encuesta hacen evidente que los empresarios están más cuidadosos este año que en 2004, probablemente a causa a la gran incertidumbre que implican temas como las elecciones, el proceso de paz y la estabilidad fiscal.

El optimismo de los comerciantes se contrae en mayo

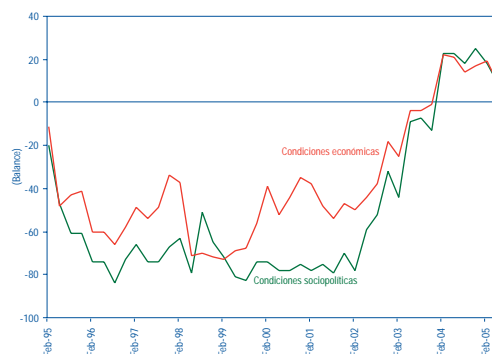
El Índice de Confianza Comercial (ICCO) disminuyó de 17 en abril a 16 en mayo, que se ubica por debajo del nivel observado un año atrás (22). El componente del Índice que lideró esta contracción es el que refleja la perspectiva de los comerciantes frente al desempeño de su negocio en los próximos seis meses. Este balance se contrajo de 45 a 34, que no sólo es muy inferior al 56 de mayo de 2004, sino que es el nivel más bajo desde febrero de 2002. El resultado sobre las ventas reportadas en mayo tampoco fue muy optimista. El porcentaje neto de comerciantes que considera que sus ventas fueron mayores en mayo que las registradas en abril, se contrajo de 29 a -12, que se ubica levemente por encima del nivel del mismo mes del año anterior (-13). De la misma forma, el balance de la pregunta que compara las ventas de mayo con el mismo mes del año anterior, cayó de 23 a 13, pero es superior al nivel correspondiente a mayo de 2004 (11). A pesar de estos resultados, las expectativas de los comerciantes para junio son más favorables. El porcentaje neto de encuestados que espera un aumento de las ventas en el siguiente mes, se incrementó de 28 a 31, aunque continúa por debajo de los niveles alcanzados el año pasado (en mayo de 2004 este balance fue 40). En el Gráfico 6 se observa que este balance tiene una relación estrecha con las ventas manufactureras reales. Por ejemplo la caída de las ventas de 2% en marzo fue anticipada por una caída de 13 puntos en las expectativas de ventas de los comerciantes. Por esto se espera que en mayo y junio las ventas mantengan el crecimiento saludable reportado en abril cuando alcanzó una variación real cercana a 10%.

Gráfico 4
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA
Y CRECIMIENTO DEL PIB



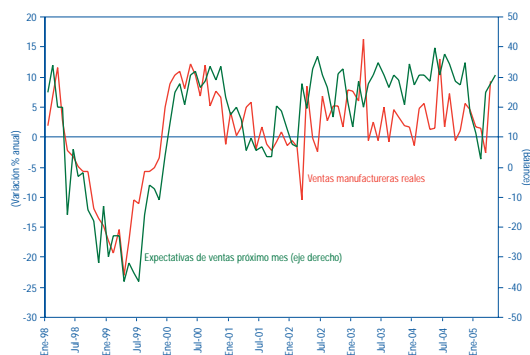
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial, (E.O.E.) de Fedesarrollo y DANE.

Gráfico 5
CONDICIONES PARA LA INVERSIÓN



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

Gráfico 6
EXPECTATIVAS DE VENTAS DE LOS
COMERCiantes



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

Crecimiento económico durante el primer trimestre

La economía colombiana creció durante el primer trimestre de 2005 a un ritmo anual de 3,6% real. Esta cifra es ligeramente menor a la tasa de crecimiento anual promedio desde el primer trimestre de 2003 (4,0%), cuando comenzó el actual ciclo de expansión económica. Además, durante el mismo trimestre otras economías latinoamericanas lograron crecer a tasas superiores a 5%, como es el caso de Venezuela, Perú y Chile. El crecimiento económico colombiano sólo superó la dinámica observada en Ecuador y Brasil. Sin embargo, aún no parece haber signos de desaceleración por lo que Fedesarrollo mantiene su proyección de crecimiento económico para este año en 3,9%. A continuación se describen las principales dinámicas de los componentes del Producto Interno Bruto colombiano y se analizan las tendencias observadas durante el periodo.

La demanda agregada

Al analizar las fuentes de la demanda de la economía colombiana se observa que durante el primer trimestre de 2005 se redujo la contribución al crecimiento económico del consumo privado y público y aumentó el aporte de la inversión con respecto a 2004. Si bien las exportaciones fueron muy dinámicas durante el primer trimestre del año, la importaciones se aceleraron de manera que el impacto del sector externo sobre el PIB resultó negativo (Gráfico 1).

La recuperación de la demanda de bienes durables como vehículos, muebles y electrodomésticos jalonó el crecimiento del consumo privado durante 2003 y 2004. Sin embargo, a pesar de que los resultados de la Encuesta de Confianza del Consu-

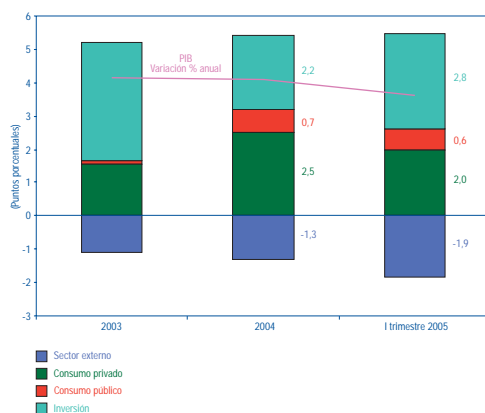
midor de Fedesarrollo muestran que la percepción de los hogares sobre las condiciones para adquirir este tipo de bienes se ha mantenido excepcionalmente favorable durante todo el año, han sido los bienes semidurables, como las prendas de vestir, los que han impulsado el crecimiento del consumo durante 2005. Mientras que el año pasado el consumo durable alcanzó un crecimiento de 21% real, durante el primer trimestre de 2005 se redujo a 16%. Por su parte, la demanda de bienes semidurables logró una tasa de crecimiento anual de 4,6% en los primeros meses de este año, superior al 4,4% observado durante 2004.

La inversión creció 16% real durante los tres primeros meses de 2005. Esto es consistente con las percepciones de los empresarios consultados en la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo sobre las condiciones económicas y sociopolíticas para la inversión. A pesar de que los balances para ambos componentes han mostrado un leve deterioro, aún se mantienen en niveles históricamente altos. La acumulación de capital se concentró en infraestructura pública, maquinaria y equipo de transporte. La tasa de crecimiento promedio de estos rubros de inversión fue 30%. Sin embargo, aún persiste un importante reza- go en la acumulación de capital en el sector agropecuario, donde la inversión cayó 1% en el primer trimestre de 2005 frente al mismo periodo de 2004.

A pesar de que la tasa de cambio mantuvo una tendencia a la apreciación durante el primer trimestre del año, las exportaciones aumentaron 13% anual, un ritmo de crecimiento que no se veía desde mediados de la década de los noventa. Con ello, su contribución al crecimiento fue cuatro veces mayor al aporte realizado durante 2003 (2,4 puntos porcentuales contra 0,6). Este comportamiento se explica principalmente por el aumento en el volumen de los principales bienes primarios de exportación -a excepción del petróleo- impulsado en parte por la evolución en sus precios. Por ejemplo, el precio internacional del carbón aumentó 44%, lo que generó los incentivos necesarios para que el país aumentara sus exportaciones trimestrales de 10,3 millones de toneladas a 12,4 millones. En el caso del oro y el ferroniquel no hubo un aumento tan drástico en el precio internacional, pero los niveles actuales son lo suficientemente altos para inducir aumentos en los volúmenes de exportación superiores a 20%. Finalmente, el incremento de 16% en las exportaciones de café, a la par con una subida de 32% del precio internacional, fue posible gracias a la caída de las exportaciones brasileñas del grano que indujo aumentos en los volúmenes exportados por Colombia y Vietnam.

El proceso de recuperación reciente de las exportaciones no tradicionales también jugó un papel importante en la dinámica exportadora durante el primer trimestre del año. El valor de las exportaciones de vehículos a países de la Comunidad Andina creció 220% durante los primeros cuatro meses del año, mien-

Gráfico 1
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DE LAS FUENTES DE DEMANDA



Fuente: DANE y cálculos de Fedesarrollo.

tras que las exportaciones de materiales plásticos con el mismo destino aumentaron 23,5%. Esta tendencia podría continuar en el corto plazo en tanto el crecimiento económico de nuestros principales socios comerciales en la región, especialmente de Venezuela, se mantenga dinámico.

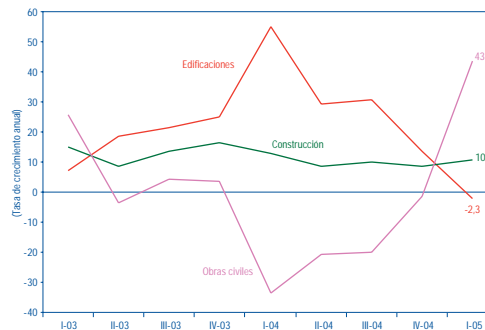
La tasa de crecimiento de las importaciones totales durante el primer trimestre del año (22%) fue mayor a la tasa registrada para las exportaciones, lo que provocó una disminución en el aporte neto al crecimiento del sector externo¹. El valor de las importaciones en dólares aumentó de US\$ 4.954 millones entre enero y abril de 2004 a US\$ 6.399 millones en el mismo periodo de 2005. Este incremento está estrechamente asociado con los procesos de inversión en capital físico y con los requerimientos de insumos en diferentes procesos de producción. Efectivamente, 82% del crecimiento observado entre enero y abril corresponde a importaciones de materias primas y bienes de capital. El 18% restante corresponde a bienes de consumo, tanto durables como no durables. La contribución de los insumos y los bienes de capital al crecimiento de las importaciones fue incluso mayor si se analiza el volumen de bienes importados. En este caso, su aporte fue cercano a 95%. La mayoría de las nuevas importaciones provinieron de Estados Unidos, sin embargo China, México y Brasil han ganado espacio en el mercado colombiano y durante los cuatro primeros meses de 2005 respondieron por 30% de las nuevas importaciones.

Crecimiento sectorial

La evolución de los componentes del Producto Interno Bruto por el lado de la oferta presentó algunas novedades durante el primer trimestre del año. La construcción fue la actividad económica más dinámica, con una tasa de crecimiento anual de 10,6%, pero presentó un cambio significativo en su composición. Los trabajos de edificaciones jalonaron la construcción durante 2004 con tasas de crecimiento anuales superiores a 30%, mientras que las obras civiles caían a una tasa promedio de 18%. Por el contrario, para el primer trimestre de 2005, el valor agregado de las edificaciones se redujo en 2% mientras que el de los trabajos de ingeniería civil creció 43% (Gráfico 2). Según estimaciones del DANE, la construcción de carreteras y la instalación de tuberías para transporte lograron dar este significativo impulso a las obras de ingeniería civil.

La segunda actividad económica más dinámica durante el primer trimestre del año fue el comercio. Este sector presentó una tasa de crecimiento ligeramente superior a 7% y su evolución en consistente con el comportamiento del consumo privado, descrito anteriormente. La venta de artículos asociados al con-

Gráfico 2
CRECIMIENTO DE OBRAS CIVILES Y EDIFICACIONES



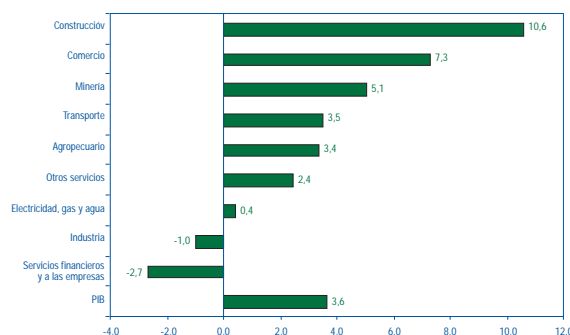
Fuente: DANE.

sumo de bienes semidurables y durables aportó 55% del crecimiento en las ventas del comercio minorista, se destaca el crecimiento de las ventas de muebles (50%), vehículos (26%) y electrodomésticos (16%).

Mientras que durante 2003 y 2004, los 9 sectores que incluye el DANE en sus informes trimestrales mostraron crecimientos positivos, durante el primer trimestre de 2005, dos de ellos presentaron contracciones con lo que se puso fin a la ola de crecimiento balanceado de los trimestres anteriores. Como se ilustra en el Gráfico 3, el valor agregado del sector financiero y de la industria cayó entre el primer trimestre de 2005 y el mismo periodo de 2004, 2,7% y 1% respectivamente.

La contracción del sector financiero fue producto de una caída en las utilidades del sistema. El resultado del ejercicio para el agregado de los establecimientos de crédito pasó de 1,77% del PIB a 1,38% entre el primer trimestre de 2004 y el mismo periodo de 2005. Las razones principales fueron la disminución de los ingresos financieros diferentes a intereses y el aumento en los gastos del mismo tipo. Los establecimientos de crédito recibieron cerca de \$574.000 millones menos por valoración de inversiones entre enero y marzo de este año frente al mismo periodo de 2004

Gráfico 3
CRECIMIENTO SECTORIAL PRIMER TRIMESTRE DE 2005



Fuente: DANE.

¹ El aporte neto del sector externo al crecimiento es igual al aporte de las exportaciones menos el aporte de las importaciones.

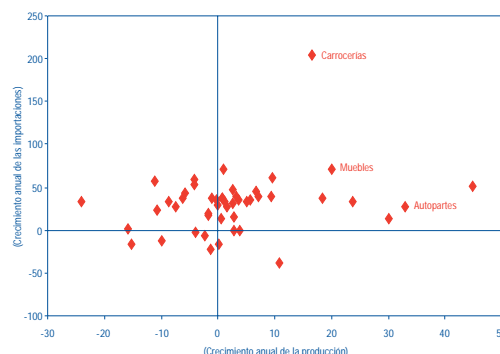
y tuvieron que realizar pagos adicionales por \$238.000 millones por concepto de derivados. La combinación de ambos efectos redujo el margen financiero bruto en 5,3%. Es importante resaltar que esta tendencia se revirtió durante abril y mayo, de tal forma que las utilidades acumuladas durante los primeros cinco meses del año han aumentado 19% en términos nominales.

El Índice de Producción Industrial acumulado entre enero y marzo cayó 0,05%. Los principales resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo concuerdan con la baja dinámica del sector industrial durante los primeros meses del año. Sin embargo, los datos de la Muestra Mensual Manufacturera hasta abril muestran que la caída en el primer trimestre pudo responder a factores estacionales asociados a la ubicación de la semana santa en el año pues en el acumulado enero-abril el crecimiento de la industria fue 2,3% real. En todo caso, la contracción de la producción industrial agregada durante el primer trimestre esconde comportamientos disímiles al interior del sector. Por una parte, la producción de bienes durables como vehículos, maquinaria, electrodomésticos y muebles aumentó durante el primer trimestre a tasas superiores a 10% real. Por otro lado, algunas manufacturas como productos del tabaco, pieles y cueros, productos textiles y calzado redujeron su producción a tasas anuales superiores a 7%.

El panorama externo del sector industrial muestra una aceleración, tanto de las importaciones como de las exportaciones sectoriales, desde el segundo trimestre de 2004. El valor de las exportaciones y las importaciones industriales creció 24% y 29% anual respectivamente durante el primer trimestre de 2005. Hay que resaltar que el precio de las principales manufacturas de exportación ha caído como consecuencia de la apreciación del peso, por ejemplo, los precios de los productos textiles, prendas de vestir, productos de cuero, vehículos y muebles han caído 10,7% en promedio en lo corrido del año, por lo que el volumen de las exportaciones sugiere una aceleración del sector o una desacumulación de inventarios que incentivaría la producción a futuro.

Algunos gremios han responsabilizado al aumento de las importaciones industriales de la contracción del sector durante el primer trimestre del año. En el caso del calzado, por ejemplo, la producción cayó 7,5% durante los primeros cuatro meses del año, frente al mismo periodo de 2004 mientras que el volumen de las importaciones aumentó 21% durante el mismo lapso de tiempo. Sin embargo, no es adecuado generalizar esta relación a toda la actividad industrial del país. Precisamente, la información del Gráfico 4 indica que el principal motor detrás del aumento reciente de las importaciones es el fortalecimiento de la demanda interna, más que la sustitución de producción nacional por bienes importados. Muestra de ello es que 81% de los sectores industriales que reportaron un incremento en el valor de las importaciones, también registraron un aumento real de la producción nacional. Fedesarrollo considera que la crecien-

Gráfico 4
CRECIMIENTO DE PRODUCCIÓN E IMPORTACIONES ENERO-ABRIL



Fuente: DANE.

te dinámica del sector externo Colombiano debe considerarse más como una oportunidad que como una amenaza para la consolidación de un crecimiento económico sostenible.

Conclusiones

En el Cuadro 1 se resumen las proyecciones de Fedesarrollo para el cierre de 2005 por el lado de la oferta y por el lado de la demanda. Si bien el resultado del primer trimestre resultó inferior al esperado aún no parece haber síntomas claros de desaceleración, por lo que se mantiene el pronóstico de crecimiento de 3,9% para este año. Las encuestas de Fedesarrollo señalan que los consumidores han mantenido relativamente estable su optimismo mientras que los empresarios parecen percibir cierta moderación en su actividad. El dinamismo en el sector externo se sustenta en un aumento de la demanda agregada que podría estimular el crecimiento durante lo que queda del año.

Cuadro 1
PROYECCIONES DE CRECIMIENTO 2005

Componentes de la oferta	
Agropecuaria	3,0
Minero	4,5
Industrial	3,5
Construcción	8,3
Comercio	4,4
Servicios	3,6
Componentes de la demanda	
Consumo privado	3,8
Consumo público	3,5
Inversión total	7,9
Exportaciones	7,0
Importaciones	9,6
PIB	3,9

Fuente: Fedesarrollo.

Expectativas macroeconómicas

Durante junio, la gran mayoría de los inversionistas (94%) mantuvo su percepción de que la política monetaria actual es expansiva. Sin embargo, no esperan que el Banco de la República realice movimientos en la tasa de interés para modificar su postura pues el 69% de los encuestados cree que la tasa de interés de intervención permanecerá en su nivel actual en los próximos seis meses. Además, el porcentaje neto de administradores de portafolios que considera que los precios de la economía se reducirán durante los próximos 6 meses pasó de 34% en mayo a 57% en junio. Por su parte, 63% de los analistas parecen estar de acuerdo en que el peso colombiano se depreciará en los próximos 6 meses aunque cabe resaltar que este porcentaje fue menor al registrado en mayo (67%). Adicionalmente, entre mayo y junio, el porcentaje de encuestados que piensa que la tasa de cambio se mantendrá constante aumentó de 17% a 26% (Cuadro 1).

Las preguntas sobre las expectativas de los administradores de portafolios frente a la evolución de la economía del país registraron un comportamiento positivo en junio. El porcentaje neto de encuestados que considera que el crecimiento económico se acelerará en los próximos seis meses, aumentó de -14 en mayo a -12 en junio. Sin embargo, la mayoría (66%) cree que el desempeño de la economía se mantendrá estable. Asimismo, los analistas mostraron cierto optimismo frente al comportamiento de los *spreads* de la deuda colombiana, el balance de esta pregunta cayó de 69% en mayo a 40% en junio.

Al igual que en mayo, los administradores de portafolios manifestaron que la política fiscal es el factor más importante a la hora de tomar decisiones de inversión en pesos colombianos. La participación de esta respuesta se incrementó de 29% en mayo a 34% en junio. Al 9% de los encuestados le alarma otros temas entre los que se destaca la reelección y las próximas elecciones (Gráfico 1).

Expectativas de inversión

El 51% de los encuestados espera que el tamaño de su portafolio aumente durante julio. Al parecer, estos recursos serán utilizados principalmente en acciones, TES de corto plazo y activos en dólares (Cuadro 2).

El balance de la pregunta respecto a los planes de invertir en acciones colombianas durante el próximo mes, se incrementó significativamente de -7% en mayo a 6% en junio. El 43% de los encuestados espera aumentar sus inversiones en TES con plazos inferiores a tres años, porcentaje inferior al observado en mayo. Así, el balance de esta pregunta cayó de 36% en mayo a 26% en junio. Por su parte, la mayoría de los inversionistas (46%) espera reducir su posición en TES de largo plazo en el mes de julio y el balance de esta pregunta cayó de -22% en mayo a -29% en junio.

Debido a que más analistas esperan una depreciación del peso, el porcentaje neto de inversionistas que incrementarán su posición en papeles de renta fija emitidos en dólares durante el mes siguiente aumentó de 26% en mayo a 31% en junio. Por último, la mayoría de los administradores de portafolio (66%) esperan mantener su posición en bonos indexados a la DTF, mientras que el porcentaje neto de encuestados que pretende aumentar sus inversiones en bonos indexados al IPC aumentó de 15% a 17%.

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

	(+)	(=)	(-)	% neto
Tasa de Interés BanRep	6	69	26	-20
Inflación	14	14	71	-57
Tasa de Cambio*	63	26	11	52
Spread	60	20	20	40
Crecimiento Económico	11	66	23	-12

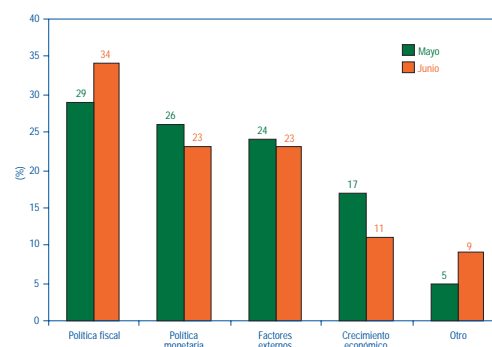
(+): Aumentará; *Depreciación

(=): Se mantendrá constante

(-): Disminuirá; *Apreciación

Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC - Fedesarrollo.

Gráfico 1
PREOCUPACIONES PARA INVERTIR EN PESOS (% de respuestas)



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo.

Cuadro 2
EXPECTATIVAS DE INVERSIÓN PARA EL PRÓXIMO MES (% de respuestas)

	(+)	(=)	(-)	% neto
Cambio en la posición				
TES corto plazo	43	40	17	26
TES largo plazo	17	37	46	-29
Acciones	17	71	11	6
Bonos deuda pública en m/e	11	69	20	-9
Bonos renta fija en otras monedas	14	66	20	-6
Bonos renta fija en dólares	37	57	6	31
Bonos indexados a DTF	20	66	14	6
Bonos indexados al IPC	40	37	23	17
Duración del portafolio	26	40	34	-8
Tamaño del Portafolio	51	46	3	48

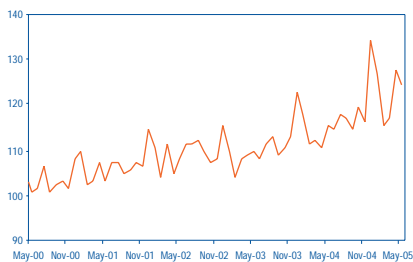
(+): Aumentará

(=): Se mantendrá constante

(-): Disminuirá

Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC - Fedesarrollo.

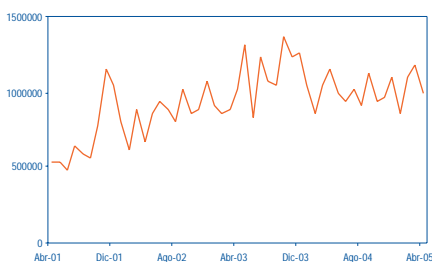
ÍNDICE DE COMERCIO AL POR MENOR*
(Mensual, mayo de 2005)



* Serie desestacionalizada.
Fuente: DANE.

Fecha	ICP	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (mayo 2005)	124,4	-2,5	7,8
Dato anterior (abril 2005)	127,6	9,3	15,2

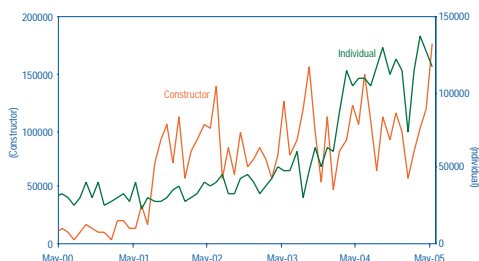
LICENCIAS DE CONSTRUCCIÓN
(Metros cuadrados, abril de 2005)



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

Fecha	Licencias de construcción	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (abril 2005)	978.615	-17,0	-14,3
Dato anterior (marzo 2005)	1.178.351	7,7	12,2
Fecha	Producción de cemento (Ton)	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (abril 2005)	663.882	3,1	61,8
Dato anterior (marzo 2005)	644.028	2,4	28,7

PRÉSTAMOS APROBADOS CONSTRUCCIÓN
(Millones de pesos)



Fuente: ICAV.

Fecha	Constructor	VM (%)	VAC* (%)
Dato actual (mayo 2005)	175.010	48,2	18,9
Dato anterior (abril 2005)	118.071	16,1	4,4
Fecha	Individual	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (mayo 2005)	117.418	-7,4	19,6
Dato anterior (abril 2005)	126.800	-7,0	23,0

Sector real

DESEMPEÑO DE LA INDUSTRIA
(abril de 2005)

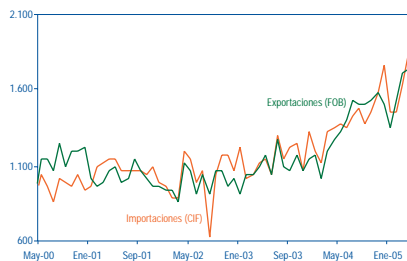
Descripción	Variación real anual	
	Producción	Ventas
Total con trilla	4,45	3,53
Total sin trilla	4,38	3,47
Principales sectores con variación de producción mayor al promedio		
Vehículos automotores y sus motores	43,95	38,51
Fabricación de otros tipos de equipo de transporte	42,49	35,08
Partes, piezas y accesorios para vehículos automotores	35,25	33,90
Fabricación de muebles	20,70	15,06
Equipos y aparatos de radio, televisión y comunicaciones	20,34	18,55
Maquinaria y aparatos eléctricos	20,28	13,42
Carrocerías para vehículos automotores	13,21	12,43
Sustancias químicas básicas, fibras sintéticas y artificiales	10,64	8,09
Aparatos de uso doméstico	10,60	3,64
Productos de cerámica no refractaria, para uso no estructural	10,34	10,39

Principales sectores con variación de producción menor al promedio		
Vidrio y sus productos	-2,09	0,90
Maquinaria de uso especial	-2,97	0,58
Hilatura, tejeduría y acabado de productos textiles	-3,69	-3,22
Aceites y grasas; transformación de frutas, legumbres, hortalizas.	-4,86	-5,01
Servicios relacionadas con la impresión; materiales grabados	-4,97	-8,82
Producción, transformación y conservación de carne y pescado	-5,67	-5,23
Derivados del petróleo fuera de refinería	-6,38	-6,49
Industrias básicas de metales preciosos y metales no ferrosos	-10,63	-8,95
Productos de tabaco	-11,24	-6,97
Otros productos de madera; corcho, cestería y espartería	-12,72	-12,37

Fuente: DANE, Nueva Muestra Mensual Manufacturera.

Sector externo

COMERCIO EXTERIOR
(Millones de dólares)

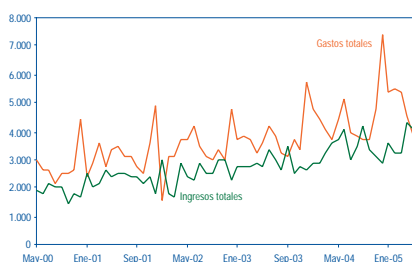


Fuente: DANE.

Fecha	Importaciones	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (mayo 2005)	1.755	-4,6	28,5
Dato anterior (abril 2005)	1.840	12,8	28,4
Fecha	Exportaciones	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (abril 2005)	1.729	1,2	35,6
Dato anterior (marzo 2005)	1.708	11,2	35,2
Fecha	Balanza comercial	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (abril 2005)	10,1	-94,6	712,1
Dato anterior (marzo 2005)	187	7,6	772,7

Situación fiscal

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

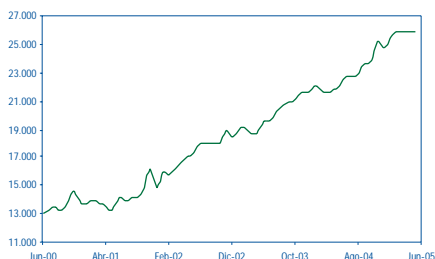


Fuente: Confis.

Fecha	Ingresos	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (mayo 2005)	4.087	10,7	12,6
Dato anterior (abril 2005)	4.270	17,3	13,2
Fecha	Egresos	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (mayo 2005)	3.853	-12,8	15,3
Dato anterior (abril 2005)	4.545	22,8	22,6
Fecha	Déficit/superávit	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (mayo 2005)	234	132,1	-24,7
Dato anterior (abril 2005)	-275	-350,8	-51,1

Situación monetaria

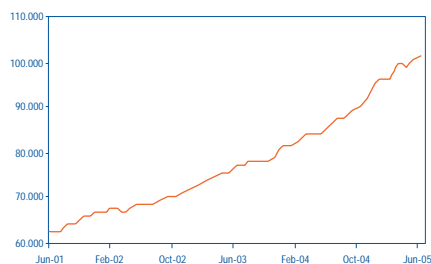
M1 (Efectivo + Cuenta Corriente)*
(Miles de millones de pesos)



* Serie desestacionalizada.
Fuente: Banco de la República.

Fecha	M1	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (junio 2005)	25.876	17,4	17,4
Dato anterior (mayo 2005)	25.843	18,8	17,4

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

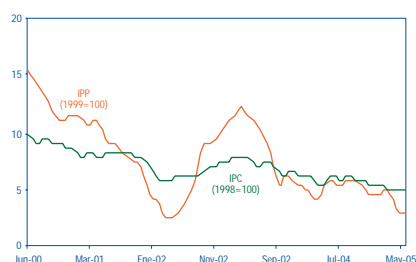


* Serie desestacionalizada.
Fuente: Banco de la República.

Fecha	M3	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (junio 2005)	101.665	18,5	18,0
Dato anterior (mayo 2005)	100.383	19,1	17,8

INFLACIÓN

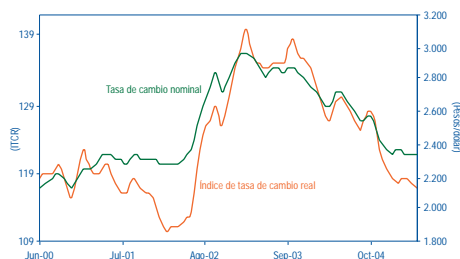
(Variación porcentual anual, junio de 2005)



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

Fecha (IPC)	VM (%)	VMA (%)	VAC (%)	VA* (%)
Dato actual (junio 2005)	0,4	4,8	5,1	5,5
Dato anterior (mayo 2005)	0,4	5,0	5,1	5,6
Fecha (IPP)	VM (%)	VMA (%)	VAC (%)	VA* (%)
Dato actual (junio 2005)	0,1	2,7	3,9	4,6
Dato anterior (mayo 2005)	0,1	3,0	4,2	4,6

TASA DE CAMBIO

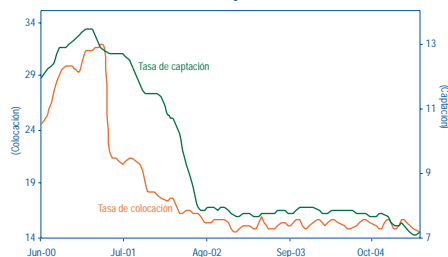


Fuente: Banco de la República.

Fecha	Índice de tasa de cambio real*	VMA (%)	VACO (%)
Dato actual (junio 2005)	117,02	-10,2	-4,3
Dato anterior (mayo 2005)	117,72	-9,2	-3,8
Fecha	Tasa de cambio nominal**	VMA (%)	VACO (%)
Dato actual (junio 2005)	2.332	-14,2	-3,3
Dato anterior (mayo 2005)	2.339	-14,0	-3,0

* No tradicionales IPP; ** Promedio mes.

TASA DE INTERÉS
(Efectiva anual, junio de 2005)



Fuente: Banco de la República.

Tasas de interés nominales	Junio 2004	Mayo 2005	Junio 2005
Captación	7,9	7,1	7,2
Colocación	15,3	14,7	14,6
Tasas de interés reales			
Captación	1,7	2,0	2,2
Colocación	8,7	9,2	9,3

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