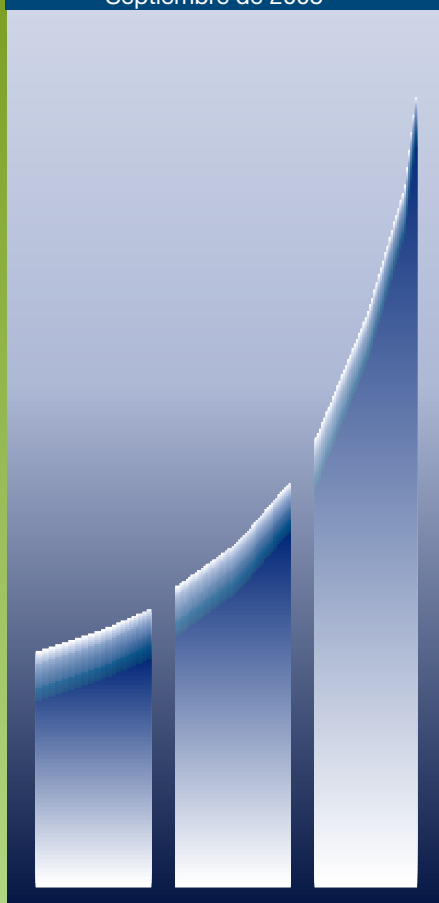


# TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

77

Septiembre de 2008



**FEDESARROLLO**

**Director adjunto**  
Mauricio Santa María.

**TENDENCIA ECONÓMICA**

**Directora**  
Camila Pérez M.

**Investigadores asistentes**  
Julián Márquez A.  
David Forero

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

Editorial: El mercado laboral colombiano: ¿Dónde están los verdaderos problemas?

Actualidad: El enfriamiento de la economía mundial y su impacto sobre Colombia

Encuesta de Opinión Financiera

Encuesta de Opinión del Consumidor

Encuesta de Opinión Empresarial

Indicadores Económicos

***El mercado laboral colombiano:  
¿Dónde están los verdaderos problemas?***

A las preocupaciones recientes por la desaceleración económica y el aumento de la inflación, se han sumado, en los últimos días, los desalentadores resultados publicados por el DANE referentes al mercado laboral en julio de 2008. Después de disminuir consistentemente durante cinco años, el desempleo aumentó en ese mes con respecto a julio de 2007. Los últimos resultados de la Gran Encuesta Integrada de Hogares muestran que, en ese período, el desempleo se incrementó alrededor de un punto porcentual, pasando de 11,2% a 12,1%. Esto implica que al empezar el segundo semestre del año, había 254.000 desempleados más que un año atrás.

El gobierno argumentó, con premura, que el aumento del desempleo obedece a la política monetaria contraccionista seguida por el Banco de La República. También señaló, con más razón, que durante el último año se ha incrementado la participación laboral, aumentando el desempleo. En Fedesarrollo creemos que desde hace mucho tiempo el mercado laboral colombiano presenta un problema estructural, que determina que el empleo crezca menos que la economía y, de manera importante, que el auto-empleo de baja calidad y la informalidad no se reduzcan con el mayor crecimiento económico. Se trata de un fenómeno que nos obliga a convivir con altas tasas de desempleo e informalidad. Basta mencionar que entre julio de 2007 y junio de 2008 la economía creció 5.6%, mientras que el empleo lo hizo en tan sólo 2.2%. Centrar el debate del empleo en las decisiones de política monetaria refleja una visión de corto plazo que, de asumirse, dejaría expuesto al país a una mayor escalada en los precios, sin solucionar el problema laboral de fondo.

El problema reside en el hecho que la protección social, y otros servicios sociales, se financian con impuestos a la nómina (impuestos al trabajo o contribuciones sobre el salario), los cuales han crecido ininterrumpidamente desde 1994. Lo anterior tiene dos implicaciones importantes. En primer lugar, se trata de un sistema excluyente por definición. Si la seguridad social se encuentra atada al empleo formal, deja por fuera a una gran cantidad de individuos que, además, son los más vulnerables (por ejemplo, los auto-empleados). Ello implica que el sistema es inequitativo. Además, en últimas, genera mayor presión fiscal, ya que a los no afiliados de todas maneras hay que brindarles algún tipo de cobertura cuando, por ejemplo, se enferman. En segundo lugar, ese tipo de financiación de la protección social, sin importar si recae sobre el empleador o el empleado, reduce la generación de empleo formal, bien sea por "exclusión" (asociada a los costos que debe asumir el empleador, que lo obligan a generar menos empleo) o por "escape" (asociado a los costos que percibe el trabajador, que hacen que prefiera ser auto-empleado para evitarlos).

Lo anterior ha traído como consecuencia que, a partir de mediados de los noventa, cuando empezaron a crecer los impuestos al trabajo de manera acelerada, el mercado laboral colombiano se segmentó. Es decir, el empleo por cuenta propia se ha vuelto un

**PATROCINADOR:**



**DAVIVIENDA**

refugio para quienes, por las restricciones en el mercado formal asalariado, se ven forzados a dedicarse al cuenta-propismo, aún prefiriendo un empleo asalariado. Esas restricciones, por supuesto, están dadas en gran parte por los impuestos a la nómina. Adicionalmente, en la mayoría de los casos, la migración al empleo por cuenta propia está acompañada por la caída del salario, lo que sugiere que la hipótesis de salida involuntaria es la apropiada en este caso. Así, en lugar de ser un complemento del trabajo asalariado, en nuestro país el cuenta-propismo es un sustituto para un porcentaje importante de la población.

Muestra de esto es que el porcentaje de trabajadores por cuenta propia en la actualidad, después de cinco años de crecimiento económico promedio superior a 5%, se ubica aproximadamente 15 puntos porcentuales por encima del valor observado a principios de la década de los noventas. De otra parte, la proporción de asalariados informales se ha mantenido prácticamente estable a lo largo del tiempo (entre 35% y 40% durante el período 1988-2006), lo cual implica que, incluso en los momentos en los que la economía crece de manera considerable, como en 2003-2006, la informalidad no disminuye.

Vale la pena notar que este problema afecta de manera más pronunciada a la población pobre. De hecho, la proporción de trabajadores cuenta propia entre los hogares pobres representaba el 50% de la población ocupada en 1995, para llegar a ser del 65% en 2006. Por otro lado, la población en pobreza extrema presenta los mayores niveles de informalidad (cerca del 80%). Puesto que la informalidad se traduce, entre otras cosas, en menores salarios, no parece razonable defender el actual sistema de financiación de la seguridad social con base en sus supuestos beneficios en términos de equidad.

A partir de la expedición de la Ley 100 de 1993, la cual incrementó de manera sustancial y abrupta los costos a la nómina, el desempleo y el auto-empleo (cuenta-propismo) se incrementaron rápida y sustancialmente, al mismo tiempo que la generación de empleo y la formalidad se volvieron menos elásticas al crecimiento económico. Ello no resulta sorprendente. En la actualidad, los costos atados a la nómina (pensión, salud, cesantías, vacaciones, primas e “impuestos parafiscales” – para financiar SENA, ICBF y Cajas de Compensación) representan más del 55% de los salarios. Es decir, contratar a un nuevo trabajador formal cuesta lo equivalente a más de 1,5 trabajadores. Nótese, además, que en este esquema muchas de las contribuciones no están directamente relacionadas con un beneficio para el trabajador. En este sentido, si bien es cierto que existen buenas justificaciones conceptuales para incluir el pago de pensiones, salud y otros beneficios (p.ej. vacaciones) en la nómina, ya que estos representan beneficios privados para el trabajador, los impuestos parafiscales, cuyos beneficios son menos directos, deben desligarse de la nómina. Igual pasa con las contribuciones solidarias en los regímenes de pensiones y salud. Los trabajadores perciben todas estas “contribuciones” como un impuesto puro para ellos, dándoles incentivos adicionales para tratar de evitarlas. En este sentido, vale la pena mencionar que,

sin duda, la Ley 100 hizo cosas muy buenas en lo que tiene que ver con los sistemas de salud y pensiones. Dado el esquema de la protección social en Colombia, inevitablemente las reformas allí incluidas iban a aumentar los impuestos a la nómina. En ese contexto, era indispensable reducir, no aumentar, como se ha hecho, los parafiscales y las contribuciones solidarias.

Adicionalmente, vale la pena resaltar el riesgo que se genera cuando este esquema de financiación se combina con metas demasiado ambiciosas de cobertura, como algunas promovidas por el gobierno (por ejemplo, el aumento en el número de beneficiarios del régimen subsidiado de salud). Esta situación genera un “círculo vicioso de la informalidad”, donde los incrementos en cobertura se traducen en mayores necesidades de recursos, los cuales generan una reducción en la base de aportantes, que a su vez implica menores recursos para el sistema. Esta disminución de recursos aumenta la necesidad de financiación para mantener las coberturas, lo que da inicio a una nueva etapa del proceso, que se repite de manera consecutiva y pone en entredicho, no sólo la formalidad, sino también la sostenibilidad financiera del sistema.

En síntesis, lo que la evidencia muestra es que como consecuencia del sistema actual de financiamiento, inclusive con altas tasas de crecimiento económico como las observadas en los últimos años, fue difícil reducir el desempleo a niveles como los actuales, alrededor del 11%-12%, que no son particularmente bajos. Es decir, el empleo total no aumentó a la par del producto, y no lo ha hecho durante los últimos ocho años. Esto implica, entre otras cosas, que cuando la economía se desacelere, como está sucediendo, el problema de los altos costos a la nómina se va a hacer aún más evidente y observar disminuciones en el desempleo y la informalidad, aún con un crecimiento económico de 4%, va a ser una tarea casi que imposible. El cuenta-propismo, por su parte, también permanecerá en niveles altos.

Así, no cabe duda que es importante abordar lo antes posible, ojalá con muchas cifras y con poca pasión, el debate sobre el financiamiento de la Protección Social, incluyendo a los llamados parafiscales. Países que tradicionalmente tenían sistemas similares al colombiano ya lo están haciendo. De hecho, algunos de ellos ya pasaron del debate a la acción, mientras aquí parecemos ir en contravía de esa tendencia. Lo cierto es que las connotaciones negativas del sistema actual son sustanciales. ¿Por qué, entonces, no entrar a repensar tanto el financiamiento de los servicios sociales y otros aspectos relacionados con la cobertura y focalización de estos servicios? ¿Por qué, por ejemplo, no pensar en una renta de destinación específica proveniente de un impuesto nacional para financiar los servicios que actualmente se nutren de los parafiscales? Ya la Comisión de Gasto de Público la había recomendado un año atrás. No dejemos este importante debate para cuando el problema se haya salido de las manos.

### El enfriamiento de la economía mundial y su impacto sobre Colombia

El panorama de la economía mundial para 2008 y 2009 se ve hoy en día más incierto y bastante menos promisorio respecto a lo que se esperaba a comienzos de este año. Después de cinco años de expansión global, las economías desarrolladas muestran una continua desaceleración desde finales de 2007, impulsada principalmente por los efectos de la crisis de las hipotecas subprime en Estados Unidos, el aumento en el precio del petróleo y, más recientemente, por la propagación de la crisis hipotecaria norteamericana a todo el sistema financiero del mundo desarrollado. Aunque una desaceleración de la economía mundial era previsible como componente necesario para reducir los desbalances globales en cuenta corriente, los eventos de los últimos meses señalan que los riesgos claramente se habían subestimado.

Si bien la crisis estalló en Estados Unidos, la zona Euro ya muestra signos de encontrarse técnicamente en recesión y sus indicadores económicos han presentado un grave retroceso en el primer semestre de 2008. Por su parte, los mercados emergentes no han sido indiferentes al menor ritmo económico mundial y la hipótesis del “decoupling” que algunos planteaban a comienzos de este año, a partir de la cual las economías emergentes mantendrían su ritmo de crecimiento a pesar de la desaceleración mundial, parecería haber perdido toda validez. Peor aún, y por diversas razones, incluida la evolución en los precios de los *commodities*, en varios países emergentes se ha venido observando un preocupante aumento en la tasa de inflación, lo que socava los ingresos reales de los hogares y obliga a los bancos centrales a tener posturas relativamente contraccionistas. De otra parte, la desaceleración de la economía mundial y la corrida generalizada hacia activos financieros de menor riesgo, incluidos en primera instancia los bonos soberanos de países desarrollados, ha implicado una reversión en la tendencia revaluacionista de muchas monedas de países emergentes. Las devaluaciones recientemente observadas en dichos países, si bien mejoran las perspectivas para los sectores exportadores, sin lugar a dudas complicarán aun más las cosas en el frente inflacionario.

En su más reciente informe, el Fondo Monetario Internacional -FMI- revisó a la baja su proyección de crecimiento mundial, que pasaría de 5% en 2007 a 3% en el 2008, recuperándose luego hasta 4% en 2009. En este artículo de Actualidad, examinaremos cuál ha sido la evolución reciente de la economía mundial y el panorama de crecimiento para lo que resta del año, y concluiremos con un análisis de la coyuntura actual de la economía colombiana en dicho entorno.

#### Estados Unidos

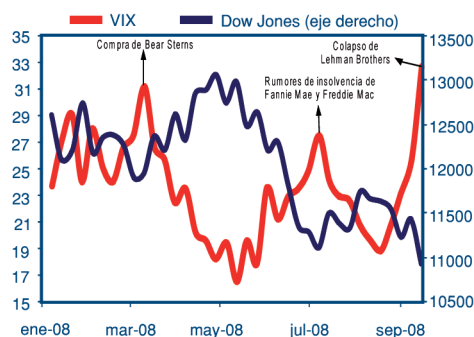
La revisión al alza de la cifra de crecimiento económico para Estados Unidos en el segundo trimestre de 2008, desde 1,9% a 3,3%, sorprendió a la mayor parte de analistas. El mayor crecimiento se explicó principalmente por el fortalecimiento de las exportaciones, que se incrementaron en 13,2%, y por el efecto que sobre el consumo de los hogares tuvo el plan de choque del Gobierno en el primer semestre del año, a través del cual autorizó

que se giraran US\$105,7 miles de millones en auxilios fiscales para las familias norteamericanas.

A pesar de ello no cabe duda que las noticias recientes obligan a pensar que el panorama para lo que resta del año va a ser complejo, por varias razones. La primera y más importante es la turbulencia en los mercados financieros, por las pérdidas generadas como consecuencia de la crisis del sector de la vivienda, que sigue desarrollándose después de más de un año de presentarse los primeros signos de deterioro de la liquidez. La más grave secuela se vio el pasado 15 de septiembre, cuando el banco de inversión Lehman Brothers se declaró en bancarrota y la gigante de seguros AIG tuvo que ser rescatada por el gobierno, lo que causó un terremoto en los mercados financieros y provocó una fuerte caída de las bolsas de valores a nivel global que no se registraba desde 2001 (Gráfico 1). A pesar del alivio que trajo el anuncio del paquete de ayuda del gobierno para el sistema financiero, no se descarta que la volatilidad de los mercados continúe.

La segunda razón es el débil comportamiento del sector corporativo norteamericano, cuyas utilidades tuvieron en julio una caída anual del 7%, cifra que no se veía desde 2001. En tercer lugar, el consumo de los hogares seguirá siendo débil, afectado por la caída de los precios de la vivienda y las acciones y por el aumento en el desempleo, que en agosto alcanzó 6,1%, cifra que históricamente sólo se había presentado en épocas de recesión. Adicionalmente, si bien la caída del precio del petróleo durante agosto y la primera mitad de septiembre implicó que la tasa anual de inflación en agosto se redujera por primera vez en casi dos años, ésta todavía se sitúa en niveles elevados (5,4% anual). Por último, se observa una fuerte dependencia de la economía de Estados Unidos de la muy frágil demanda internacional, con la demanda interna expandiéndose apenas 0,2% en el segundo trimestre. Este factor genera incertidumbre, debido a la reciente tendencia de fortalecimiento del dólar y al pobre comportamiento de la demanda de varios de los principales socios comerciales de Estados Unidos, como Europa y Japón. El FMI estima que el crecimiento de Estados Unidos rondará el 1% en 2008 y 1,5% en 2009.

Gráfico 1  
ÍNDICE DOW JONES Y DE VOLATILIDAD FINANCIERA (VIX)



Fuente: Bloomberg.

Europa

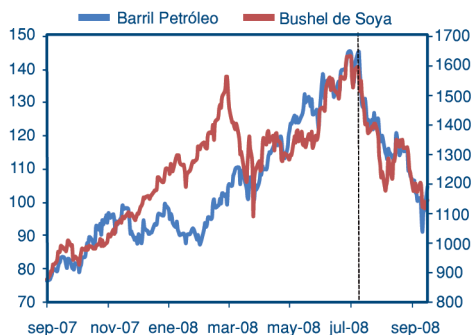
La preocupación de los analistas por un enfriamiento de la economía mundial se ha trasladado de Estados Unidos a Europa, que en el segundo trimestre de 2008 observó una contracción anual de 0,8%. Se teme que la economía europea esté *ad portas* de una recesión, particularmente si se tiene en cuenta la caída en la confianza para la inversión y la reducción de los pedidos de la industria en países como Alemania. El incremento que tuvieron los salarios en el primer trimestre fue sobrepasado por la inflación, que ahora ronda el 4% anual en la zona Euro. Este hecho, sumado al deterioro del mercado laboral en los países que fueron más afectados por la burbuja inmobiliaria –incluido Irlanda, pues la burbuja de la vivienda pegó fuertemente fue sobre ese país, que viene aunado a una menor dinámica exportadora en virtud al menor ritmo de actividad económica global. A pesar del panorama de enfriamiento, el Banco Central Europeo (ECB) mantiene una política contraccionista de altas tasas de interés debido a la adversa dinámica inflacionaria. Dado este panorama, el FMI ajustó sus proyecciones de crecimiento para la zona Euro a la baja, situando la tasa anual de crecimiento en 0,75% para 2008, con un leve repunte hasta 1,5% en 2009.

Economías Emergentes

Al iniciarse la crisis del mercado de la vivienda en Estados Unidos, se argumentó en virtud a sus generalmente buenos “fundamentales” y al beneficio que para muchos de ellos representaba el repunte en los precios de los productos básicos, que los mercados emergentes mantendrían un buen ritmo de actividad económica, al punto que jalonarían el crecimiento mundial a pesar de la desaceleración en Estados Unidos y Europa. Aunque como grupo continúan siendo economías mucho más dinámicas que las de los países desarrollados, el desempeño a lo largo de 2008 de los países emergentes ha sido inferior al esperado. El menor crecimiento está asociado a desaceleraciones en el consumo y la inversión derivadas de políticas monetarias preocupadas por controlar la inflación, y a los efectos de la menor demanda internacional. El deterioro en los términos de intercambio por la caída reciente de los precios de los *commodities* también implica menores perspectivas en el crecimiento de los mercados emergentes (Gráfico 2).

Gráfico 2

EVOLUCIÓN DE LOS PRECIOS DE COMMODITIES (DÓLARES)



Fuente: Grupo Aval.

Un buen ejemplo de esto es China, que ha presentado signos de una gradual desaceleración, jalonada por el mercado de la vivienda, con una disminución de 10,8% en el área construida en el primer

semestre. Tras las señales de desaceleración, el 15 de septiembre el Banco Popular de China redujo su tasa de interés de referencia 27 puntos básicos, ubicándola en 7,20%, en lo que fue el primer recorte de tasas desde 2002. El FMI estima que el crecimiento de la economía china pasará de 11,9% en 2007 a 9,7% en 2008, lo que reduciría aún más la presión sobre los precios de la energía y los alimentos para finales del año. En el resto de las economías emergentes de Asia la perspectiva de una disminución en el crecimiento y la menor confianza han incentivado una salida significativa de capitales y una depreciación de las monedas (Gráfico 3). Así, el movimiento neto de capitales hacia la región en el primer semestre mostró un saldo negativo de US\$13,7 miles de millones, el peor registro desde 2001. Singapur y Hong Kong, considerados como termómetros de la economía global, han experimentado ambas variaciones negativas de su producto en el segundo trimestre del año, de 6% y 5,6%, respectivamente.

Gráfico 3  
MONEDAS de DE ASIA  
ENERO 2008 = 100



Fuente: Pacific Exchange Rate Service

América Latina se encuentra en una situación similar a la de los demás mercados emergentes. En 2007 la inflación interrumpió su tendencia a la baja, lo que ha impulsado a los bancos centrales a subir sus tasas de interés de intervención. Ello ha frenado el acceso al crédito, afectando la inversión y el consumo. Además, el entorno externo ha registrado un fuerte retroceso, lo cual podría disminuir los ingresos por exportaciones e inversión extranjera directa. Esto es especialmente cierto si se tiene en cuenta la caída reciente de los precios de la energía y los alimentos, la cual afecta directamente las exportaciones, la balanza externa y las cuentas fiscales de la mayor parte de países latinoamericanos, altamente dependientes de la exportación de *commodities*. Este es el caso de Venezuela, cuya vulnerabilidad se plasma en unas exportaciones compuestas en un 94% por petróleo. Argentina se ve como otra de las grandes perjudicadas por la desaceleración en el precio de los *commodities*, ya que el gobierno ha estado usando los ingresos extraordinarios por ventas de soja para financiar un incremento permanente del gasto público. Brasil, por otra parte, acumula a julio un déficit en cuenta corriente de US\$19.500 millones, después de presentar un superávit de US\$1.690 millones en el mismo período de 2007. Si bien la devaluación reciente de las monedas de la región podría mejorar el balance externo, el aumento en la aversión al riesgo puede implicar restricciones en los programas de financiación de los gobiernos, salidas de capital y una disminución de las reservas internacionales. Así, las proyecciones del FMI para el crecimiento de los mercados emergentes son de 6% para 2008 y 7% para 2009, luego de haber alcanzado 8% en 2007.

Bajo este escenario mundial, se desvanece la perspectiva para Colombia de mantener el mismo crecimiento de los años anteriores. Las exportaciones serían las primeras afectadas, pues si bien han crecido 42,4% en valor a junio, han sido jalonadas principalmente por el incremento de los precios de los energéticos, que representaron el 47% del total exportado. La incertidumbre respecto al precio del petróleo, unida a la desaceleración de Estados Unidos, hace que existan dudas sobre el panorama de las exportaciones colombianas para el segundo semestre de 2008, aún cuando la devaluación podría compensar parte de esta caída. La disminución de los ingresos petroleros y la desaceleración de la actividad interna impactarían también las finanzas públicas, tanto del gobierno central como de los gobiernos regionales. Por otra parte, un menor precio del petróleo tendría un efecto indirecto, al afectar negativamente a la economía venezolana, que es el segundo mercado para productos colombianos y el responsable en gran parte del crecimiento reciente de las exportaciones no tradicionales.

La entrada de capitales también podría verse afectada por varias razones. Primero, el aumento en la aversión al riesgo y en los spreads de la deuda podría complicar los planes de financiación externa del gobierno para 2009, que suponen una colocación de bonos por \$1,000 millones de dólares. Si las condiciones de los mercados no son favorables para esta colocación, el gobierno tendrá que recortar el gasto público el año entrante, lo cual sería deseable de todas maneras, dado que el recaudo interno también se reducirá por la desaceleración de la economía. La inversión extranjera directa, por otra parte, está muy concentrada en el negocio petrolero, que participó con el 37% del total en el 2007 y proviene en su mayoría de Estados Unidos, lo cual hace pensar que el dinamismo reciente de este flujo también podría mermarse.

La depreciación continua que viene experimentando el peso desde inicios de julio ha sido una réplica de lo ocurrido en el resto de la región. Esta debilidad de la moneda puede tener efectos positivos sobre las ventas de sectores exportadores, que venían registrando pérdidas a lo largo de los últimos trimestres. El balance en cuenta

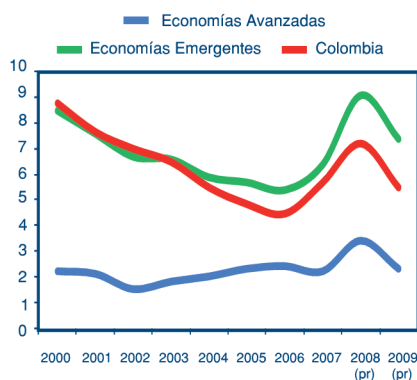
corriente, que ha presentado déficits continuos desde hace cierto tiempo, podría comenzar a reducir su brecha negativa. Por otra parte, la caída reciente en los precios de las materias primas y la moderación de la demanda interna ayudarán a reducir la inflación, pero no se descarta que ésta se mantenga alta hasta 2009 por la incidencia de los efectos de “segundo orden” sobre los salarios y por el *pass through* de la devaluación a los precios. Esto implicaría que el Banco de la República muy probablemente tenga que mantener sus tasas de interés en el nivel actual por unos meses más y estar atento a la evolución de las variables económicas.

#### Reflexiones Finales

La reciente inestabilidad de los mercados financieros indica que la crisis en Estados Unidos podría prolongarse y tener efectos duraderos, reduciendo el crecimiento económico mundial en 2008 y 2009. Aunque inevitablemente el desempeño de la economía colombiana se verá afectado de manera importante por estos sucesos, no cabe duda que ésta nueva crisis financiera internacional se sucede en un momento en que la economía colombiana se encuentra en una posición de relativa fortaleza, ciertamente si se le compara con el antecedente inmediato –la crisis financiera que se desató en Asia y Rusia a partir de 1997-. Esto se puede ver de manera clara a partir de la evolución de indicadores como la calidad de la cartera bancaria, la inversión extranjera directa, el déficit en cuenta corriente, el saldo de la deuda pública y las reservas internacionales (Tabla 1).

Finalmente, las cifras de del primer semestre (4,1%), muestran que la economía se está desacelerando, principalmente a través de una reducción del consumo privado, mientras que la inversión y las exportaciones mantienen tasas de crecimiento superiores a las del PIB. Por el lado de la oferta, se observa un fortalecimiento de los sectores de la agricultura y la minería, en detrimento de la industria y la construcción. Para el segundo semestre, en Fedesarrollo estimamos que, aún en presencia de una desaceleración mundial, el efecto de la devaluación sobre el sector exportador, la reducción en las importaciones y una aceleración en el consumo y la inversión pública, que compensen la desaceleración del sector privado, permitirán que la economía finalice el año con un crecimiento de 4%, aunque sin desconocer que el balance de riesgos se ubica en terreno negativo.

**Gráfico 4**  
INFLACIÓN GLOBAL (%)



Fuente: FMI, Banco de la República, proyecciones Fedesarrollo.

**Tabla 1.**  
INDICADORES DE VULNERABILIDAD EXTERNA  
MARZO 1998 – 2008

	1998	2008
Calidad Cartera Bancaria *	6.7	2.1
Reservas Internacionales (mill US\$)	9,438	22,130
Inversión Extranjera Directa (mill US\$)	4,323	9,456
Balance en Cuenta Corriente (% PIB)	-5.9	-2.4
Deuda Pública Externa (% PIB) **	19.1	14.4

\* Cartera vencida / cartera bruta.  
\*\* Cifra de 1998 correspondiente a diciembre.

Fuente: Dane, Banco de la República, Superfinanciera.

### Un mayor número de administradores espera que la inflación ceda durante los próximos seis meses

Durante el mes de agosto la inflación observada aumentó nuevamente, aunque en menor magnitud respecto al mes inmediatamente anterior. La variación mensual alcanzó 0,19%, 33 puntos básicos por encima del valor observado en agosto de 2007 y 29 puntos básicos menos que en julio de 2008. La variación anual pasó de 7,52% en julio a 7,87% en agosto de 2008 y alcanzó el valor más alto de los últimos siete años (desde octubre de 2001). No obstante, dada la reciente disminución de los precios del petróleo y la caída en la inflación de alimentos del mes de agosto, se espera una moderación en la inflación en los próximos meses. Así, el balance a la pregunta que recoge las expectativas de inflación de los administradores, muestra una disminución de 43 puntos porcentuales (Cuadro 1). En agosto de 2008, 74% de los encuestados afirmó que la inflación disminuirá en los próximos seis meses, mientras que un mes atrás, 47% así lo afirmaba. Es de recalcar que en el mes pasado, las expectativas respecto a la tasa de interés del Banco de la República se tornaron negativas, mostrando que un 13% neto de los administradores piensa que el BR reducirá sus tasas de interés en los próximos seis meses (Gráfico 1).

### Administradores piensan que el momento de devaluación es pasajero

De acuerdo con los últimos resultados de la pregunta acerca del comportamiento cambiario, los administradores esperan un proceso de revaluación durante los próximos 6 meses. En esta pregunta, solo 13% de los administradores espera una devaluación, mientras que un 26% espera estabilidad. El 61% restante piensa que durante los últimos meses de 2008 se observará nuevamente una apreciación del peso colombiano. El balance neto de esta pregunta tuvo un cambio drástico con respecto al mes anterior: entre los meses de julio y agosto, disminuye 80 puntos porcentuales, pasando de 32% a -48%. A pesar de que recientemente el peso ha seguido una senda de devaluación, los administradores piensan que es un proceso momentáneo y que el dólar seguirá perdiendo terreno contra el peso en los próximos meses. (Gráfico 2)

### Los TES de corto plazo vuelven a ser los más apetecidos por los inversionistas

En agosto de 2008, el 27% neto de los administradores esperan incrementar su posición de TES de corto plazo. Luego de quedar en el segundo lugar en el mes de julio, donde los bonos atados al IPC fueron los más apetecidos, los TES de CP recuperan terreno, ubicándose nuevamente como el activo preferido por los administradores. En segundo lugar, se ubican los bonos atados a la DTF con un balance neto de 24%. En tercer lugar se ubican los papeles de renta fija atados a dólares, seguidos por los TES de largo plazo y en último lugar, los bonos indexados a IPC con tan solo 8% de favorabilidad.

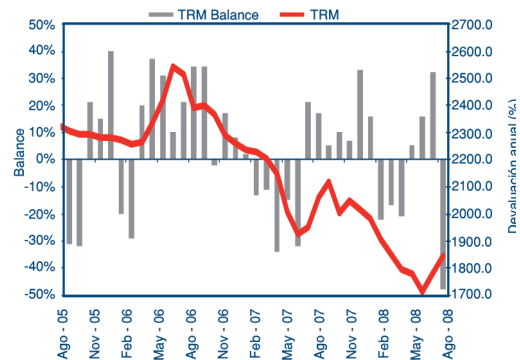
**Cuadro 1**  
EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS PARA LOS PRÓXIMOS SEIS MESES (% NETO)

	Julio	Agosto	Cambio (puntos porcentuales)
Tasa de interés del Banco de la República	26%	-13%	-39,0%
Inflación	-13%	-56%	-43,0%
Tasa de cambio	32%	-48%	-80,0%
Spread	24%	-11%	-35,0%
Crecimiento económico	-79%	-84%	-5,0%

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

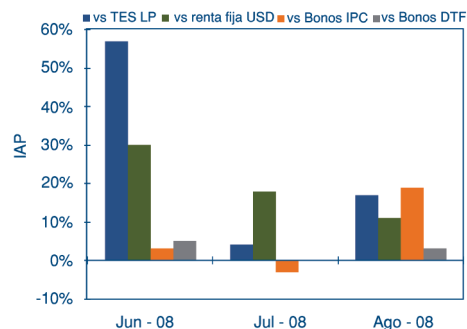
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC-Fedesarrollo

**Gráfico 1**  
TASA DE CAMBIO Y EXPECTATIVAS DEL PESO



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC-Fedesarrollo.

**Gráfico 2**  
ÍNDICE DE ACTIVO PREFERIDO - TES CORTO PLAZO



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC-Fedesarrollo.

### La confianza de los consumidores sufre un nuevo retroceso

Los resultados de la Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo muestran una leve disminución del Índice de Confianza del Consumidor. En agosto de 2008 el ICC alcanzó un registro de 18,3 puntos, lo cual implica una reducción de 3,4 puntos con respecto al mes de julio. (Gráfico 1) La noticia no es muy alentadora, ya que con la recuperación del mes anterior, se esperaba que la tendencia alcista continuara. Así, aunque permanece en terreno positivo, el ICC sigue bajo con respecto a los últimos doce meses y se sitúa 10,2 puntos por debajo de agosto de 2007. (Cuadro 1)

El componente del ICC que registró el peor desempeño fue la percepción de la economía por parte de los hogares. En efecto, 35,7% de los encuestados expresó que la situación del hogar con respecto a hace un año es mejor, 32,98% considera que la situación es peor, y un 31,27% ve su situación actual igual a hace un año. Lo anterior ubica el balance a esta pregunta en 2,7%, lo cual implica una reducción de 3,1 puntos con respecto al mes anterior. Por su parte, el componente que mide las expectativas sobre el clima económico registró un comportamiento positivo, aunque menor que en el mes anterior. El 44,22% de los hogares encuestados respondió de manera positiva a dicha pregunta mientras que 35,42% afirmó que el clima empeoraría y 20,37% piensa que la situación se mantendrá inalterada a lo largo del año. Así, el balance a la pregunta del clima económico se ubicó en terreno positivo en 8,8%, pero con una reducción de 6,3 puntos con respecto al mes de julio de 2008. Esta reducción corresponde a la variación más grande entre los componentes del ICC. Por último, la disposición a comprar bienes durables registró una leve recuperación. Si bien el balance de respuestas a dicha pregunta en agosto de 2008 registra un leve incremento con respecto al mes de julio de 2008 (0,3 puntos), este se ubica 16,7 puntos por debajo del balance registrado un año atrás (Gráfico 2). Más específicamente, 61,73% de los encuestados cree que es un buen momento para comprar bienes durables, mientras que 31,21% afirma lo contrario. El 7,06 restante piensa que el momento no es bueno ni malo para la adquisición de este tipo de bienes.

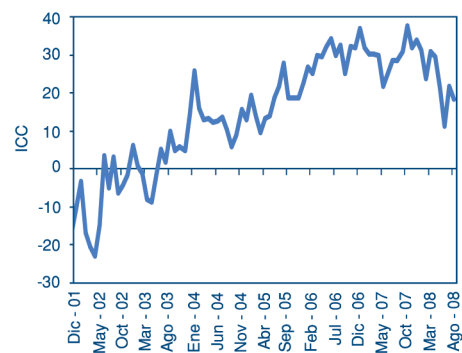
En cuanto al Índice de Condiciones Económicas (ICE), éste registro una disminución de 1,4 puntos con respecto al mes anterior, pasando de 18 a 16,6 puntos. Más importante aún, dicho índice también disminuyó con respecto al mismo mes de 2007, lo cual es coherente con la cifra históricamente baja en la percepción de la economía por parte de los hogares. Por su parte, el Índice de Expectativas del Consumidor (IEC), presenta en agosto de 2008 un nivel de 19,4 puntos, por debajo del resultado del mes anterior (24,3 puntos). De esta forma, en el mes de agosto se registró un deterioro en todos los indicadores que miden las expectativas de los consumidores.

**Cuadro 1**  
RESUMEN DE RESULTADOS DE LA ENCUESTA DE CONSUMO

	Agosto 2007	Julio 2008	Agosto 2008	Cambio mensual	Cambio anual
ICC	28.5	21.7	18.3	-3.4	-10.2
IEC	26.7	24.3	19.4	-4.9	-7.3
ICE	31.2	18.0	16.6	-1.4	-14.6

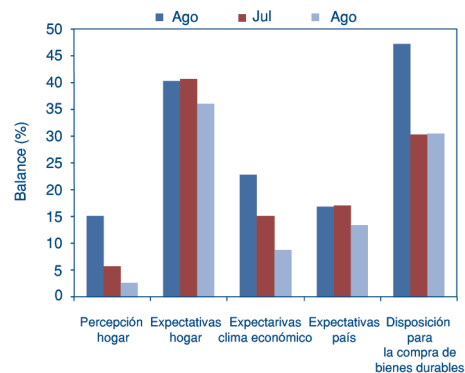
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) - Fedesarrollo.

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



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

**Gráfico 2**  
COMPONENTES DEL ICC



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



**Cali continúa rezagada en términos de confianza del consumidor**

Tomando los resultados de la EOC para el mes de agosto de 2008, Cali es la ciudad que presenta el menor índice de confianza. El primer lugar lo ocupa Barranquilla, seguido por Bogotá y Medellín (Gráfico 3). Las ciudades que sufrieron los cambios más grandes con respecto al mes anterior fueron Medellín y Barranquilla, con una reducción de 6,6 y 5,8 puntos respectivamente. En Barranquilla, Bogotá, Medellín y Cali el ICC registró valores de 23,46 puntos, 20,69 puntos, 15,19 puntos y 20,1 puntos respectivamente. Con respecto a agosto del 2007, las cuatro ciudades se ubican en un nivel más bajo.

**El ahorro de los hogares continúa retrocediendo**

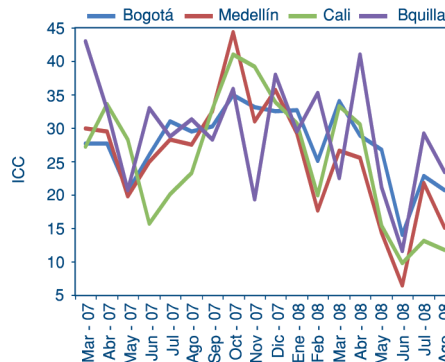
Los resultados reportados por la EOC en el mes de agosto de 2008 muestran una continua reducción en la capacidad de ahorro de los hogares. Si bien el balance de esta pregunta siempre se ha ubicado en terreno negativo, desde diciembre de 2007 ha bajado continuamente, sin mostrar señales de cambio en la tendencia. La dinámica del último mes registra una contracción en el ahorro de los hogares en la medida en que 28,2% de los hogares encuestados respondió que el ingreso recibido les alcanza para ahorrar mientras que el 71,8% restante indicó lo contrario. De esta forma el balance a esta pregunta para el mes de agosto se ubica en -43,6%, 4,1 puntos menos que el mes pasado y 6,4 menos que agosto de 2007. (Gráfico 4)

Si se desagrega dicho balance por estratos sociales, el balance más favorable se encuentra en la clase alta (-20,3%) seguido por la clase media (-34,7%) y finalmente por la clase baja (-56,3%). Mientras que el balance de la clase baja y alta sigue cayendo, el balance de la clase media se recuperó 5 puntos con respecto a agosto de 2008.

**Disposición para la compra de vivienda disminuye en Bogotá, Medellín y Barranquilla**

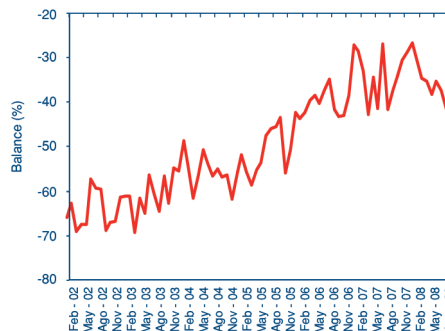
Después de un mes de recuperación, la disposición para comprar vivienda por parte de los consumidores vuelve a caer. El balance total nacional se ubicó en 11,9 puntos, 3,9 menos que el mes anterior y 27 puntos por debajo del nivel registrado un año atrás. Al descomponer esta pregunta por ciudades, se puede ver cómo mientras Cali mejora su disposición para la compra de vivienda, las otras ciudades presentan una disminución, llevando a una reducción del balance total. (Gráfico 5). El balance de esta pregunta correspondiente a la ciudad de Cali se ubica en 20,2 puntos, 10,5 más que en el mes de julio de 2008 mientras que Barranquilla, Medellín y Bogotá disminuyeron 5,6 puntos, 8 puntos y 6 puntos respectivamente. El balance de estas tres ciudades se ubicó en 30,7 puntos, 8 puntos y 7,6 puntos. Es importante resaltar que Bogotá y Medellín, que son las ciudades que tienen mayor peso en el mercado de vivienda nacional, son las que registraron los niveles más bajos en el mes de agosto.

**Gráfico 3**  
ICC POR CIUDADES



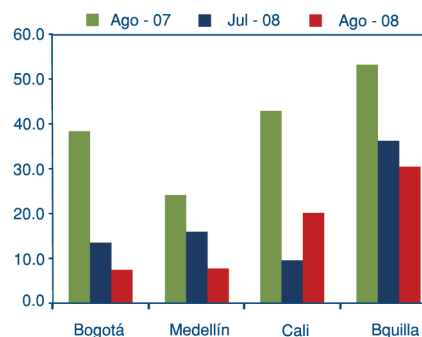
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) - Fedesarrollo

**Gráfico 4**  
EVOLUCIÓN DE LA CAPACIDAD DE AHORRO DE LOS HOGARES



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

**Gráfico 5**  
COMPRA DE VIVIENDA



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

### La confianza industrial se recupera, pero sigue en terreno negativo

Después de seis meses de reducciones consecutivas en el Índice de Confianza Industrial (ICI) construido a partir de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo, el pasado mes de julio se registró un incremento en dicho indicador. Si bien el ICI sigue en terreno negativo, con un balance de -8 puntos, el cambio es significativo, y contrasta con la tendencia descendente de los últimos 6 meses (Gráfico 1). Aún cuando esto es alentador, luego de que la primera mitad del año 2008 estuviera caracterizada por un deterioro en la confianza industrial, unido a un bajo crecimiento del sector, hay que esperar que los datos de las próximas encuestas confirmen si este optimismo permanecerá.

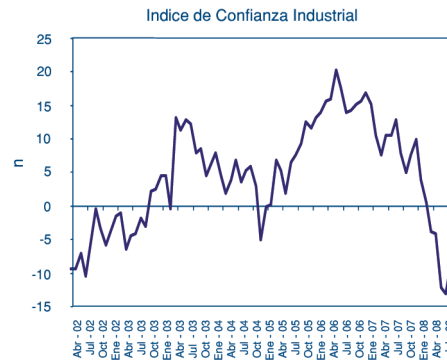
El ICI tiene tres componentes básicos: el nivel de existencias, el nivel de pedidos y las expectativas de producción para los próximos tres meses. Al observar los datos sobre el nivel de existencias, se evidencia que éstas siguen creciendo, aunque a un ritmo menor. Aunque este componente ha tenido una recuperación, pasando de 21 a 19 puntos, está muy por encima del nivel registrado hace un año, pues en julio de 2007 se situó en 3 puntos porcentuales. Por otra parte, 8% de los empresarios encuestados respondió que tenía un nivel alto de pedidos por atender, mientras que 50% declaró tener un nivel normal de pedidos y 41% afirmó tener niveles bajos de pedidos. Así, el balance de esta pregunta se ubica en -36%. Este resultado muestra un incremento (de 6 puntos) con respecto al mes de junio de 2008, pero sigue siendo inferior en 26 puntos respecto al resultado registrado en julio de 2007. Finalmente, las expectativas de producción para los próximos tres meses muestran un repunte importante con respecto al mes de junio. El balance de esta pregunta en julio se ubicó en 27%, 6 puntos por encima del balance de junio del presente año. De esta forma, se puede decir que el incremento presentado en el ICI se debe principalmente a las mejoras en las expectativas de producción y al aumento en el nivel de pedidos y, en menor magnitud, a la reducción del nivel existencias (Gráfico 2).

### La tasa de cambio, los costos de producción y el transporte interno afectan la actividad exportadora

El módulo especial de comercio exterior aplicado trimestralmente con la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) revela una leve mejoría en la rentabilidad de la actividad exportadora durante el último trimestre. Con respecto al trimestre anterior, el balance tuvo una mejora de 4,1 puntos porcentuales. El comportamiento del tipo de cambio fue un factor determinante que impidió un mayor crecimiento de la actividad exportadora (Gráfico 3).

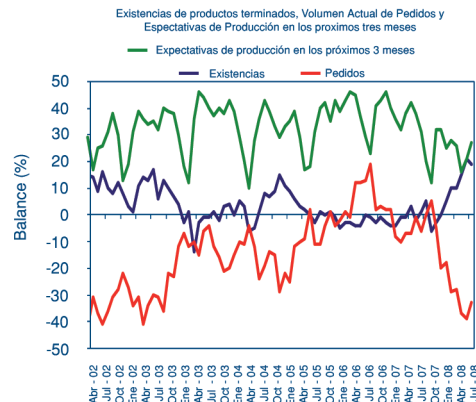
A la pregunta sobre los factores que afectan la actividad exportadora, el 87% de los encuestados afirmó que la tasa de cambio peso-dólar fue un factor desfavorable para su actividad, 10% respondió que era neutral y solamente el 2% expresó que éste fue un factor favorable. Lo anterior ubica al balance para esta pregunta en -85%, cifra que se ubica 3 puntos porcentuales por debajo del registro para el segundo trimestre de 2007. El punto más llamativo de esta pregunta fue el cambio en el factor de transporte interno. Aunque la tasa de cambio peso-dólar fue la que más afectó la actividad exportadora, el transporte interno fue el que tuvo el cambio

Gráfico 1  
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL (ICI)



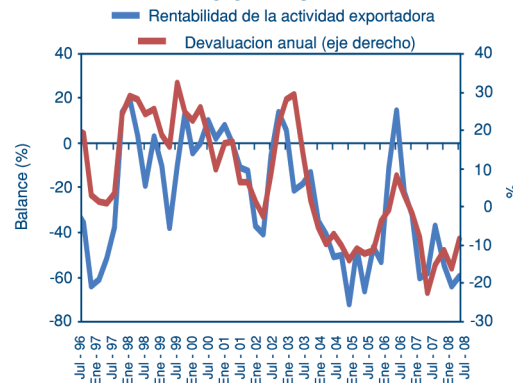
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) - Fedesarrollo

Gráfico 2  
COMPONENTES DEL ICI



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) - Fedesarrollo

Gráfico 3  
RENTABILIDAD DE LA ACTIVIDAD EXPORTADORA VS. DEVALUACIÓN ANUAL



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) - Fedesarrollo

más drástico. Este factor pasó en el neto de -30% puntos en abril (trimestre anterior) a -55%. Esta reducción de 25 puntos se puede explicar por causa del aumento de los precios de los combustibles a lo largo del año. Los demás factores que afectaron la actividad exportadora fueron: costos de producción (-55%), tasa de cambio dólar-país comprador (-44%) transporte internacional (-44%), situación económica del país comprador (-33%) y políticas comerciales y aduaneras de los países compradores (-23%). Por otro lado, el sistema de fomento a las exportaciones tipo Plan Vallejo tiene un impacto positivo de magnitud importante sobre la actividad exportadora (el balance a esta pregunta se ubica en 20%) (Gráfico 4).

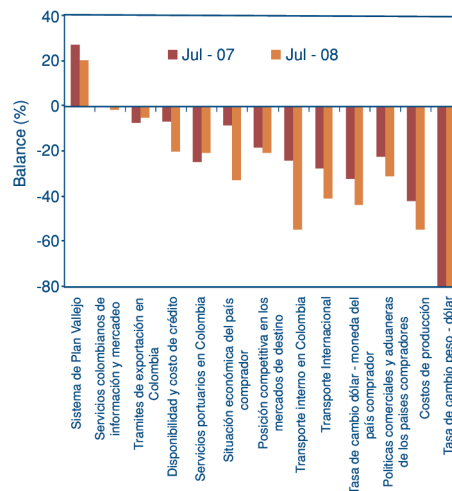
Por su parte, las expectativas de exportación para el próximo trimestre mejoraron, saliendo de terreno negativo. En el segundo trimestre de 2008, esta pregunta se ubicó en 5% neto, mejorando 7 puntos con respecto al trimestre anterior. El 27% de los encuestados afirma que en el próximo semestre sus exportaciones aumentarán, mientras que el 22% dijo lo contrario. El 52% restante piensa que sus exportaciones se mantendrán iguales a las del trimestre anterior. (Gráfico 5).

**La confianza comercial sigue mejorando**

El Índice de Confianza Comercial (ICCO) presentó una leve variación de 1 punto entre el mes de junio y el mes de julio de 2008, al pasar de 12 puntos a 13 puntos. Si bien la tendencia es positiva, el indicador se encuentra por debajo de la referencia del año anterior, pues en julio de 2007 el ICCO se encontraba en 18 puntos (Gráfico 6).

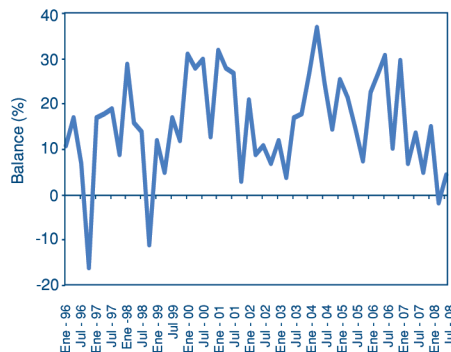
Al analizar en detalle los componentes del ICCO (situación económica actual, situación económica durante los próximos seis meses y nivel de existencias) se evidencia una disminución en la percepción de la situación económica actual y dentro de seis meses. La primera pregunta se reduce en tres puntos con respecto a junio de 2008, ubicándose en 24%. La pregunta acerca de las expectativas de la situación económica para los próximos seis meses disminuye 1 punto quedando en 33%. El resultado anterior muestra opiniones disímiles entre empresarios y comerciantes, pues mientras que los primeros son más optimistas respecto a la situación económica, los segundos son menos. Por otro lado, el componente que muestra una mejoría con respecto al mes anterior es el que se refiere a los niveles de existencia de las empresas. Esta pregunta pasó de 25 a 19 puntos, lo cual quiere decir que en el neto, menos empresas comerciales tienen exceso de inventarios. Esto se debió a que 35% de los empresarios indicó que en la actualidad sus existencias son altas, la mayor parte indicó que el nivel de existencias es normal (54%) y sólo 11% afirmó tener existencias bajas.

**Gráfico 4**  
FACTORES QUE AFECTAN LA ACTIVIDAD EXPORTADORA (SEGUNDO TRIMESTRE 2007 Y 2008)



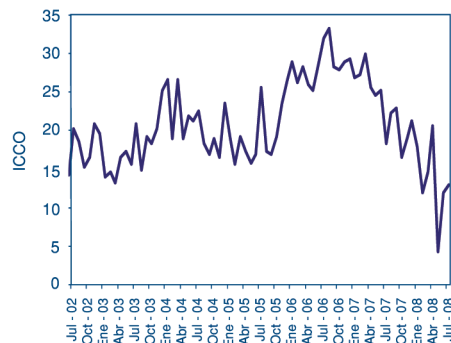
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) - Fedesarrollo.

**Gráfico 5**  
EXPECTATIVAS DE EXPORTACIÓN PARA EL PRÓXIMO TRIMESTRE



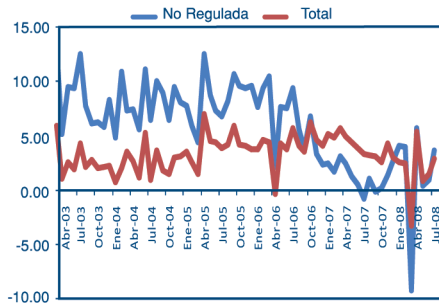
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) - Fedesarrollo

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



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) - Fedesarrollo

**Indicador 1**  
VARIACIÓN ANUAL DE DEMANDA DE ENERGÍA



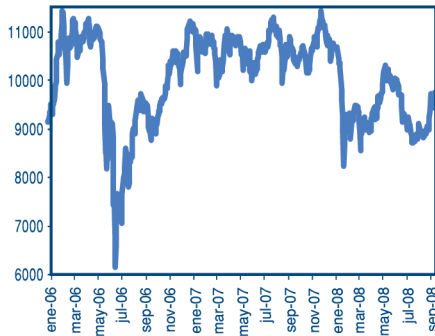
Fuente: DNP

**Indicador 2**  
TASA REPRESENTATIVA DEL MERCADO



Fuente: Bancolombia

**Indicador 3**  
INDICE GENERAL DE LA BOLSA DE VALORES



Fuente: Bancolombia

**Indicador 4**  
EMBI COLOMBIA



Fuente: Cbonds

**PROYECCIONES PIB COLOMBIA**  
(Crecimiento real anual, %)

Institución	Proyeccion PIB (%)	
	2008	2009
Fedesarrollo	4	3,5-3,8
Consensus (promedio)	4,7	4,5
Más alto	5,1	5,0
Más bajo	4,2	4,0
Desviación estándar	0,3	0,3

Fuente: Latin American Consensus Forecast