

# TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

# 81

Enero de 2009



FEDESARROLLO

Director ejecutivo  
Roberto Steiner S.

Director adjunto  
Mauricio Santa María S.

TENDENCIA ECONÓMICA

Directora  
Camila Pérez M.

Investigadores  
Julián Márquez A.  
David Forero

Calle 78 No. 9-91  
Teléfono 325 9777  
Fax 212 6073

[http: www.fedesarrollo.org](http://www.fedesarrollo.org)  
Bogotá D.C., Colombia

Editorial: El nuevo plan financiero del gobierno: ¿Dónde están los riesgos?

Actualidad: El precio de la gasolina y el Fondo de Estabilización  
de Precios de los Combustibles (FEPC)

Encuesta de Opinión Financiera

Encuesta de Opinión del Consumidor

Encuesta de Opinión Empresarial

Indicadores Económicos

## ● El nuevo plan financiero del gobierno: ¿Dónde están los riesgos?

Tal y como se esperaba, el gobierno dio a conocer esta semana los cambios en los estimativos fiscales para 2009. Como lo había anticipado Fedesarrollo en octubre, por cuenta de una caída en los ingresos tributarios y de un aumento en los gastos salariales, de pensiones y de intereses, el déficit de 2009 será mayor al pronosticado inicialmente por el gobierno, en junio del año pasado. De esta manera, el faltante adicional para este año (antes del recorte) sería de \$5.5 billones, como consecuencia de una caída en el recaudo de impuestos de \$4.1 billones y de un aumento en los gastos de \$1.4 billones.

En lo que hace referencia a los ingresos, el menor recaudo es consecuencia de dos factores. Por una parte, los impuestos internos (IVA y Renta), cuya dinámica depende del crecimiento económico, estarán por debajo de lo que se estimaba inicialmente, en virtud a la evidente desaceleración de la economía. De otra parte, el recaudo externo se ha reducido significativamente en razón a la caída en la tarifa efectiva de aranceles por cuenta de una recomposición de los flujos de comercio y por una menor dinámica de las importaciones. De hecho, en 2008 la meta de recaudo tributario se incumplió por un monto cercano a los \$800.000 millones (0,2% del PIB), y el mayor desfase provino de la caída en el recaudo externo, lo cual indica que esta caída probablemente no es de carácter transitorio. Adicionalmente, el gobierno estima que otros ingresos tales como las utilidades de las empresas descentralizadas y los dividendos de Ecopetrol podrían estar por debajo de lo pronosticado inicialmente, por cuenta de la menor dinámica económica. Por su parte, como también lo anticipamos en octubre, los gastos crecerán por encima de lo esperado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) por cuenta de un mayor pago de intereses de deuda externa -combinación de mayores tasas de interés y tasa de cambio más depreciada-, y de un incremento mayor al estimado en salarios y pensiones como resultado de que la inflación en 2008, y consiguientemente los reajustes salariales y pensionales para 2009, superaron los inicialmente previstos.

En este escenario, a finales del año pasado se decretó un aplazamiento de inversiones por \$3 billones, de los cuales \$2.5 billones tienen impacto en el Gobierno Nacional Central (GNC). La combinación de menores ingresos tributarios, mayores gastos por intereses, salarios y pensiones y el aplazamiento en gastos de inversión, llevaron al gobierno a aumentar la meta de déficit del GNC para 2009 en \$3 billones, con lo cual el déficit será de 3,2% del PIB, 0,6% mayor al pronosticado en junio del año pasado.

En cuanto al financiamiento, los recursos provenientes del crédito multilateral se ampliaron en U\$500 millones para este año. Además, ya

se colocaron a través de bonos US\$1.000 millones a comienzos de 2009. Por su parte, la meta de colocaciones internas de TES se mantuvo en \$24.5 billones, de los cuales \$2 billones ya están en caja, por la prefinanciación que hizo el gobierno a finales del año pasado. Las utilidades que se esperan del Banco de la República serán superiores en \$700 mil millones a las estimadas inicialmente, mientras que se mantiene la meta de privatizaciones en \$3.5 billones, correspondientes en su mayoría a la venta de Isagen y las electrificadoras, transacciones sobre las cuales hay un alto grado de incertidumbre.

El aumento del déficit del gobierno es razonable (y probablemente inevitable) en una coyuntura como la actual, en la que incluso el Fondo Monetario Internacional está promoviendo un estímulo fiscal a nivel global para contrarrestar los efectos de la crisis. No obstante, una medida como ésta no está exenta de riesgos y no se puede implementar de igual manera en todos los países. En particular, países emergentes con niveles bajos de endeudamiento público (por no mencionar países como Chile, cuyo sector público es un acreedor externo neto) tendrán mucho más capacidad de confrontar la actual coyuntura con política fiscal contra-cíclica que aquellos, como Colombia, que aun mantienen niveles de endeudamiento público relativamente alto.

Un incremento en el déficit como el anunciado esta semana implicará que las metas de reducción de deuda contempladas en el MFMP no se cumplirán, y que el balance primario requerido para alcanzar un nivel de endeudamiento de 25,8% del PIB en 2019 será en adelante de 0,9% y no de 0,7% del PIB. No obstante lo anterior, los bonos del gobierno colombiano no se impactaron negativamente ni en los mercados externos ni en los locales tras el anuncio del gobierno de aumentar la meta de déficit fiscal. Como ya lo mencionamos, a comienzos de 2009 el gobierno hizo una colocación externa en condiciones favorables, mientras que a nivel local se ha registrado un enorme apetito por TES, en especial por los de largo plazo, cuyas tasas se han reducido de 13% a 10% en cuestión de dos meses. Si bien este *rally* puede reflejar un ajuste en las expectativas de inflación de largo plazo y ser consistente con una política de reducción de tasas de interés del Banco de la República, también sugiere que los bancos están sustituyendo crédito al sector privado por compras de TES. Aunque no descartamos la posibilidad de que ésta recomposición se deba en parte a una caída en la demanda de crédito

por parte del sector privado, es plausible que también se esté dando un fenómeno de *crowding out*, en que la aversión al riesgo de los bancos los invita a recomponer su activo a favor de deuda soberana.

No cabe duda que en las actuales circunstancias el balance de riesgos para la economía global y para la colombiana está todavía en terreno negativo. Ello obliga a pensar que el supuesto de crecimiento económico para 2009 que ha sido incorporado al nuevo plan financiero (3%) aparece como optimista. Según los cálculos de Fedesarrollo, si en 2009 el PIB creciera 2,6% en lugar de 3%, los ingresos se reducirían en \$300 mil millones adicionales a lo largo del año, incrementando el déficit fiscal en 0,1% del PIB. Por no mencionar que el nuevo plan financiero supone un precio promedio del petróleo WTI de US\$50 por barril, que resulta elevado frente a lo observado en los primeros días del año, lo cual tendría un impacto fiscal negativo en 2010.

En el mismo contexto, el gobierno también anunció su estrategia para enfrentar la crisis mundial, sobre la cual vale la pena hacer algunos comentarios. Uno de los componentes de la estrategia es el impulso que se le quiere dar a la inversión pública en infraestructura, tanto del gobierno nacional como de los departamentos, así como el estímulo a las concesiones de vías, puertos y aeropuertos. Al tiempo que aplaudimos estas intenciones, la muy cuestionada capacidad de ejecución del gobierno en el campo de la infraestructura de vías nos hace ser relativamente escépticos de que la misma se pueda llevar a cabo de manera eficiente y oportuna. Tuvo suerte el gobierno que varios de los componentes de la Reforma Tributaria aprobada en 2006, en particular la reducción del impuesto de renta, patrimonio y timbre, empiecen a operar en 2009, lo cual en la actual coyuntura representa un oportuno incentivo a la inversión privada.

También vale la pena hacer un comentario sobre la política de protección al empleo y la competitividad. Si bien el aumento en el salario mínimo recientemente decretado por el gobierno estuvo en línea con lo recomendado por Fedesarrollo, el desempleo viene en aumento y es muy posible que cierre el año por encima del 13%. Ello con seguridad conllevará a un menor consumo de los hogares y quizás incluso al deterioro de la calidad de la cartera de consumo del sistema financiero. Reiteramos que hoy, más que nunca,

resulta de vital importancia estudiar la posibilidad de reducir la carga de parafiscales de manera de atenuar el efecto de la desaceleración económica sobre el empleo. Esta medida sin duda tendría un efecto multiplicador importante sobre la economía.

Por último, la decisión del gobierno de congelar el precio de la gasolina en los primeros tres meses del año ha recibido muchas críticas, entre otras por no permitir que el precio de los combustibles baje en un momento de desaceleración de la economía, en el cual el consumo de los hogares se va a resentir. Así mismo, existe preocupación respecto al hecho de que los recursos del Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles sean utilizados para financiar un mayor déficit fiscal. Este

tema lo analizamos en detalle en el artículo de Actualidad de esta edición de Tendencia.

En suma, si bien el panorama fiscal se ha deteriorado, por ahora no es motivo de alarma, pero sí requiere de un monitoreo cuidadoso en los meses venideros. Las cifras recientes de producción industrial y exportaciones muestran una fuerte contracción, que tenderá a empeorar ante un escenario en el cual la crisis financiera mundial continúa profundizándose. Los pronósticos de crecimiento son cada vez menos alentadores, y una correcta pero responsable combinación de estímulos fiscales y monetarios son esenciales para reactivar la economía sin comprometer la estabilidad, la eficiencia de la gestión pública, ni el crecimiento de largo plazo.

## El precio de la gasolina y el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC)

La descolgada reciente de los precios del petróleo llevó a que en diciembre del año pasado se alcanzara el desmonte de los subsidios para el precio interno de la gasolina. Ante esta coyuntura, el gobierno decidió congelar el precio de los combustibles durante los primeros tres meses del presente año y destinar el ahorro extraordinario que tal medida genera al recién creado Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC). Esta decisión ha generado un intenso debate. Argumentos esgrimidos en contra de la medida incluyen el hecho de que fue adoptada en un momento de desaceleración económica, que hará más lento el proceso de reducción de la inflación, que mermará aún más la capacidad adquisitiva de los consumidores y que los recursos del FEPC serían utilizados para financiar un mayor déficit fiscal.

Con el presente artículo de Actualidad queremos contribuir al debate de tan importante tema, haciendo un cuidadoso análisis de la estructura de precios de la gasolina en Colombia. Ello nos permitirá ofrecer una definición muy precisa de los conceptos de subsidio y sobreprecio, insumo fundamental para la discusión. También discutiremos la conveniencia de crear un fondo de suavización de precios de los combustibles que no elimine las señales de mercado. Terminaremos con unas recomendaciones sobre la reglamentación del FEPC y sobre el criterio para la fijación de los precios de la gasolina y otros combustibles en Colombia.

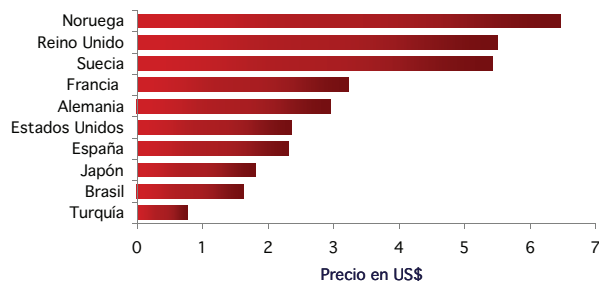
## Los subsidios no surgen de comparar precios al consumidor entre países

Se debe tener cuidado al comparar el precio al consumidor de la gasolina en Colombia con el prevalente en otros países. Al fin y al cabo, la estructura de precios al consumidor de los combustibles en diferentes países depende en gran medida de los impuestos que cada Nación decida cobrar sobre dicho producto. En general, la imposición de un impuesto a la venta de combustibles busca compensar económicamente el costo que implica su uso (p.ej. el deterioro de las carreteras y la contaminación ambiental). Mientras algunos de esos

costos quizás sean similares entre países, otros (incluidos los ambientales) dependen en gran medida de preferencias que pueden variar muchísimo de una nación a otra. El precio al consumidor de los combustibles derivados del petróleo en cada país depende de cuánto valore esa sociedad su calidad ambiental y su infraestructura y de cuánto esté dispuesta a cobrar como compensación.

Para poner un ejemplo sobre la importancia de la estructura impositiva de un país sobre el precio al consumidor de determinados productos, resulta interesante ilustrar lo que sucede en el caso de los cigarrillos. Si bien el costo de producción de cigarrillos no es idéntico en todos los países, con seguridad tampoco varía demasiado de una nación a otra. Sin embargo, y como se ilustra en el (GRÁFICO 1), las diferencias en precios al consumidor de una cajetilla de cigarrillos son enormes. Así por ejemplo, un cigarrillo de la misma marca puede costar ocho veces más en Noruega que en Turquía. Tan gigantesca diferencia se explica, por supuesto, en que los impuestos al cigarrillo son mucho más altos en el primer país que en el segundo —reflejando el hecho de que en los países ricos suele existir una mayor preocupación respecto de los efectos nocivos del tabaco sobre la salud que en los países en desarrollo. Por supuesto, la anterior reflexión no implica de ninguna manera que en Turquía se "subsidién" los cigarrillos; simplemente refleja el hecho de que en dicho país se cobran impuestos mucho más bajos que en Noruega. Para llegar a concluir que en Turquía se subsidian los cigarrillos habría que demostrar que el precio final que paga el consumidor es inferior al costo de producción.

Gráfico 1  
DIFERENCIA EN EL PRECIO DE UNA CAJETILLA DE MARLBORO\*



\* Precio de 1998 de una cajetilla regular

Fuente: Kidon Media Link

## El subsidio a los combustibles en Colombia

Al igual que ocurre con los cigarrillos, los precios de la gasolina alrededor del mundo varían de acuerdo con la carga impositiva, que en países como los nórdicos, los europeos y algunos latinoamericanos, como Argentina y Colombia, es alta, mientras que en otros, como Ecuador y Venezuela, es nula. El tema de la gasolina es, por supuesto, más complejo que el de los cigarrillos, fundamentalmente por dos razones (más allá de que obviamente los combustibles, y no así los cigarrillos, son una proporción muy importante de los gastos y los costos en una economía). Primero, porque más allá del tema de las diferencias en impuestos entre países, en el caso de la gasolina es plausible que haya países que decidan no solo no cobrar impuestos, sino, como en el caso de Venezuela, incluso vender el producto por debajo de su costo de producción. La segunda diferencia es que los precios internacionales de la gasolina son tremendamente volátiles; mientras algunos países optan por dejar fluctuar el precio de la gasolina libremente con las cotizaciones internacionales de petróleo, otros deciden aislarlo, en mayor o menor medida, de los vaivenes de los mercados internacionales.

Para entender cómo funciona el subsidio a la gasolina en Colombia tenemos que empezar por entender la estructura de precios que impera en el país y esclarecer cuál es la diferencia entre el valor que estaría asociado a las cotizaciones internacionales del petróleo y a otros costos de producción, y el que ha venido estableciendo el gobierno en los últimos años. A partir de ésto, podemos establecer cuál ha sido la cuantía del subsidio o del sobreprecio.

Hasta diciembre de 1998 la regulación de los precios de la gasolina y el ACPM dependía exclusivamente de consideraciones de política macroeconómica, con pequeños ajustes que se hacían dos o tres veces al año. Esto generaba ineficiencias en el uso de los combustibles y constituía una barrera considerable para la entrada de inversión privada al sector de hidrocarburos, dado que la rentabilidad del sector era más baja que en el exterior. A partir de 1999 el Ministerio de Minas y Energía elimina estas distorsiones y adopta una nueva forma de

fijación de precios, la cual se basaba en el cálculo del ingreso al productor<sup>1</sup>. A partir de este último se tasan todos los impuestos, incluida la sobretasa que cobran los municipios. La suma de estos impuestos, márgenes y demás representan cerca del 45% del valor final de venta al consumidor.

En esencia, el ingreso al productor busca medir el costo de oportunidad que le implica a Ecopetrol vender la gasolina en el mercado interno, en lugar de exportarla a otros países. De esta forma, se busca que los precios internos reflejen en mayor o menor medida las variaciones de los precios externos, con el propósito de enviar señales apropiadas a los consumidores sobre el costo real (y de oportunidad) que implica la producción y comercialización de los combustibles en Colombia. Para derivar dicho precio, se calcula un valor monetario de todos los costos en los que se incurriría si se comercializara la gasolina entre Colombia y Estados Unidos<sup>2</sup>. En el CUADRO 1 se muestran las variables a tener en cuenta en el cálculo del ingreso al productor (equivalente al costo de oportunidad) y los impuestos, márgenes y demás tarifas que posteriormente se cobran, para de esta manera alcanzar el precio final de venta a los consumidores.

Cuadro 1  
**ESTRUCTURA DEL PRECIO DE LOS COMBUSTIBLES EN COLOMBIA**

Cálculo del Ingreso al Productor	Precio Regulado de la Gasolina
Precio FOB dolares por galón Costa del Golfo	<b>Ingreso del Productor</b>
– Flete Costa Golfo USA a puerto Colombiano (US\$)	+ IVA
– Costo seguro Marítimo (US\$)	+ Impuesto global
– Inspeccion de calidad (US\$)	+ Tarifa de marcación
= Precio en dólares en puerto colombiano	+ Tarifa de Transporte por Poliductos
* TRM (último día del mes anterior)	+ Margen al distribuidor mayorista
= Precio en pesos puesto colombiano	+ Margen del distribuidor minorista
– Transporte pozo Colorado - Galán	+ Pérdida por evaporación
– Impuesto de Timbre	+ Sobretasa
<b>= Ingreso del productor (costo de oportunidad de exportación)</b>	<b>= Precio Máximo incluida la Sobretasa</b>

Fuente: Resoluciones Ministerio de Minas y Fedesarrollo

Evidentemente, si el gobierno fija un precio de venta al consumidor idéntico al que resulta de la juiciosa aplicación de la fórmula recién mencionada, por definición no habría ni subsidios ni sobreprecios. Y el hecho de que la aplicación juiciosa de dicha fórmula arroje un precio inferior al vigente en las estaciones de gasolina de los

1 El equivalente de lo que recibiría Ecopetrol o un exportador si vendiera la gasolina en el mercado internacional de combustibles.

2 Hasta 2006 el ingreso al productor se calculaba como el precio del combustible a paridad de importación, intentando reflejar el costo que asumirían los consumidores en caso que Ecopetrol decidiera exportar toda la producción. Sólo a partir de 2007 se asumió como referencia el precio de paridad de exportación, el cual mide el costo de oportunidad de los refinadores. ( Ver Resolución 181496 del 18 de septiembre de 2008)

Estados Unidos no implica que en Colombia se subsidie la gasolina en relación con los Estados Unidos. Ello estaría reflejando fundamentalmente el hecho de que los impuestos a la gasolina en Colombia son menores a los vigentes en Estados Unidos.

La existencia de un subsidio (o sobreprecio) se puede resumir así:

**Subsidio o Sobreprecio = (Costo de Oportunidad + Impuestos + Márgenes) – Precio de mercado autorizado**

Donde:

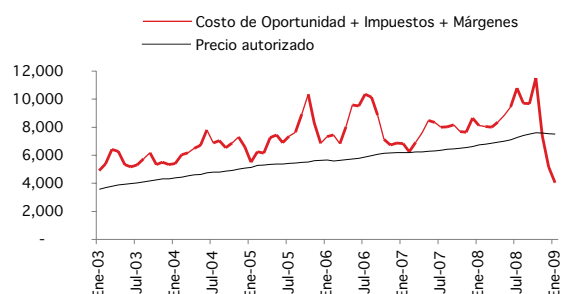
**Hay Sobreprecio si (Costo de Oportunidad + Márgenes + Impuestos) < Precio de mercado autorizado**

**Hay Subsidio si (Costo de Oportunidad + Márgenes + Impuestos) > Precio de mercado autorizado**

En la práctica, el gobierno nacional no ha hecho una estricta aplicación de la fórmula. De acuerdo a cálculos de Fedesarrollo (GRÁFICO 2), en el período 2003-2008 el costo de oportunidad más los impuestos fue mayor al precio de mercado autorizado, y en promedio el subsidio fue 33% del precio final del galón de gasolina. Dicho subsidio ha sido tremendamente volátil. Así por ejemplo, en octubre de 2008 llegó a representar más de la mitad del precio final del galón de gasolina. No obstante, en diciembre de 2008, con la caída de la cotización internacional del petróleo, por primera vez el valor de la gasolina calculado a partir del precio externo se encontró por debajo del fijado por el Ministerio, por lo que el subsidio se convirtió en un sobreprecio que se le cobra a los consumidores, sobreprecio a partir del cual se comienza a capitalizar el FEPC.

Al comparar las dos líneas del gráfico 2 se destacan dos hechos: de una parte, y como ya mencionamos, como norma general el precio fijado por el gobierno ha sido inferior al precio que arrojaría la aplicación estricta de la fórmula. De otra parte, el precio autorizado por el gobierno ha sido mucho menos volátil que aquel que resultaría de aplicar la fórmula. Estos dos aspectos son cruciales, pero diferentes entre sí. Es perfectamente factible tener un precio al consumidor menos volátil que

**Gráfico 2**  
**DIFERENCIA ENTRE EL COSTO DE OPORTUNIDAD MÁS LOS IMPUESTOS MÁS LOS MÁRGENES Y EL PRECIO DE MERCADO AUTORIZADO**  
**(SUBSIDIO O SOBREPRECIO)**



Fuente: Resoluciones Ministerio de Minas, UPME, EIA, cálculos Fedesarrollo

el externo, sin que ello en promedio implique subsidios (ver la propuesta que se hace más adelante). Hasta 2008 el gobierno decidió no sólo restarle volatilidad al precio al consumidor, sino que además decidió otorgar un generoso subsidio<sup>3</sup>, mientras que las decisiones recientes apuntan a procurar mantener poca volatilidad, pero cobrando un sobre-precio.

## La estabilización de los precios de la gasolina

El plazo para lograr el objetivo gubernamental de desmontar el subsidio a los combustibles, llevando el precio interno de la gasolina a un nivel similar al precio esperado de largo plazo del petróleo, tuvo que ser extendido, dado el continuo aumento del precio del petróleo en los mercados internacionales. Sin embargo, la reciente descolgada del precio del petróleo implicó que en diciembre de 2008 por primera vez el precio regulado interno superara el costo de oportunidad más los impuestos y márgenes de comercialización. El Plan Nacional de Desarrollo 2006-2010 establecía que en el momento en que se eliminaran los subsidios a la gasolina, entraría en operación el Fondo de Estabilización de Precios de los Combustibles (FEPC), con el fin de “atenuar en el mercado interno el impacto de las fluctuaciones de los precios de los combustibles en los mercados internacionales”<sup>4</sup>. Los fondos iniciales para constituir el FEPC provinieron del 10% de los recursos

3 Hasta diciembre de 2006, Ecopetrol había estado confiriendo un subsidio a los usuarios de la gasolina y el ACPM al cobrar un precio inferior al internacional, lo que le representaba un costo de oportunidad, al no poder exportar esos volúmenes. El pago implícito que le implicaba a Ecopetrol el otorgamiento del subsidio disminuía las utilidades operacionales de la empresa, lo que le significaba al Estado menores ingresos por dividendos como accionista mayoritario. En una saludable movida, a partir de 2007 la Nación comenzó a reconocerle a Ecopetrol la totalidad del subsidio, para volver transparente su monto en las cuentas del Presupuesto Nacional. Así, al finalizar cada año, el Estado resta de los dividendos que le corresponden el pago por el subsidio otorgado.

4 Ley 1151 de 2007, art. 69.



restantes del antiguo Fondo de Ahorro y Estabilización Petrolera (FAEP), cuya liquidación fue ordenada en la misma ley.

La idea del Fondo de Estabilización de Precios a los Combustibles es que las refinerías mensualmente trasladen al fondo la diferencia entre el ingreso del productor que el Ministerio fija y el equivalente al costo de oportunidad, con el fin de utilizar los recursos acumulados cuando el precio internacional del petróleo vuelva a elevarse y se haga necesario subsidiar el precio interno de la gasolina.

Fedesarrollo considera que no existe ninguna razón para subsidiar la gasolina. Dicho subsidio es inequitativo, ya que mayoritariamente beneficia a los más ricos. Además, constituye un incentivo a utilizar más intensivamente un recurso con claras externalidades negativas en el frente ambiental. Tampoco existen razones para cobrar un sobreprecio, y cualquier aumento en el precio al consumidor final debe emanar de un incremento en alguno de los múltiples impuestos que aplican en el sector. Así por ejemplo, y sin tener nada que ver con el tema de los subsidios y los sobreprecios, es enteramente legítimo y plausible que un municipio determinado decida aumentar la sobretasa a la gasolina para, por ejemplo, mejorar su infraestructura vial.

Dicho lo anterior, subiste el debate de si se debe o no estabilizar el precio interno, relativo a las enormes fluctuaciones del precio internacional del petróleo. Fedesarrollo considera importante que se permita que operen libremente los mercados, de manera que puedan funcionar las señales de precios como mecanismo para propender por una asignación más eficiente de los recursos. En tal sentido, no compartimos la idea de estabilizar el precio interno de la gasolina de manera de aislarlo de las fluctuaciones fundamentales del precio internacional del crudo o de la tasa de cambio (los dos componentes más importantes y volátiles de la fórmula para la fijación del precio máximo al consumidor)<sup>5</sup>. Dicho

lo anterior, tampoco resulta práctico aplicar de manera diaria la fórmula vigente, trasladándole al precio interno las volatilidades de muy corto plazo del precio del petróleo y de la tasa de cambio.

## La Propuesta de Fedesarrollo

La propuesta de Fedesarrollo consiste en aplicar la fórmula vigente para el cálculo del ingreso al productor con periodicidad mensual, y tomando como referencia un promedio móvil del precio internacional del petróleo y la tasa de cambio. Esta propuesta implica, por supuesto, un *trade-off*. Así, si se toma un período corto para calcular el promedio, las señales precios se trasladan más rápidamente a los consumidores, pero con mayor volatilidad. Si se toma un período más largo, las señales de precios se trasladan más lentamente, pero las fluctuaciones son mayores.

Para analizar las alternativas que existirían para fijar el precio, hicimos un ejercicio utilizando cuatro escenarios, con promedios móviles para 3, 6, 9 y 12 meses. Como se observa en el cuadro 2, entre más corto sea el período que se tome, mayor sería el ajuste que se debería hacer a la baja en el precio de la gasolina en el corto plazo. Al utilizar un período más largo, el ajuste en el corto plazo es menor.

De las anteriores consideraciones se desprende que una alternativa razonable para simultáneamente limitar las fluctuaciones en el precio interno de la gasolina sin desligarlo de la evolución del precio del petróleo y de la tasa de cambio, sería establecer con periodicidad mensual el precio interno de la gasolina mediante un promedio móvil de los últimos seis meses de la cotización del precio internacional en pesos, utilizando la fórmula hoy en día vigente. En el gráfico 3 se observa qué habría sucedido si desde 2003 se hubiese adoptado dicho mecanismo, y se compara con el precio autorizado por el gobierno. Si aplicamos la fórmula, propuesta por Fedesarrollo y *bajo el supuesto de que tanto el precio internacional del petróleo*

5 Intentos por estabilizar el precio de la gasolina se han llevado a cabo en otros países de la región. En Chile el Fondo de Estabilización de Precios del Petróleo (FEPP), creado en 1991, se basaba en la imposición de una banda de valores al precio interno, primero fija y luego flexible, que permitía determinar los límites a partir de los cuales el FEPP recaudaba recursos de los refinadores por un precio internacional bajo, o los entregaba en caso contrario. En Perú el precio de la gasolina también se fijaba mediante una senda de precios cuyo valor puntual resultaba del promedio de las cotizaciones internacionales del petróleo de los últimos tres meses, con una desviación del 5%, lo que, aunque hacía depender el precio interno de los externos, suavizaba la senda de precios. El fondo se complementó con una reducción selectiva de los impuestos al consumo final de combustibles. Si bien tanto en Perú como en Chile los fondos de estabilización evitaban que el comportamiento internacional del petróleo se tradujera en presiones inflacionarias insostenibles, en ambos casos el ritmo de erogaciones en un escenario de alza continua en los precios internacionales obligó a hacer múltiples reformas al método de cálculo de los pagos y a inyectar continuamente capital a los fondos, lo que en la práctica se transformaba en un subsidio indirecto del Estado a los consumidores.



como la tasa de cambio se mantienen cerca de los niveles actuales, se obtendría que el precio interno de la gasolina debería ser de \$6.268 a partir del 1 de abril (CUADRO 2).

En caso que se utilizará un promedio móvil de orden 6, el FEPC, más que un fondo de estabilización, se convierte en un fondo de suavización del precio doméstico de los combustibles. Evidentemente, y a menos que el precio del petróleo y/o la tasa de cambio tengan una tendencia (al alza o a la baja) que no se revierte, durante un largo período de tiempo dicho Fondo generalmente no debería acumular demasiados recursos y, de hecho, probablemente acumularía recursos durante cortos períodos, para luego desacumularlos rápidamente. Con respecto al destino de los ahorros del fondo, es perentorio evitar que esos recursos sean utilizados por el Estado para ejecutar o financiar mayor

gasto. En tal sentido, los recursos allí acumulados deberían preferiblemente invertirse en el exterior y no en TES.

## Otros combustibles y la estructura impositiva

Por otra parte, podría revisarse el esquema impositivo utilizado para los combustibles, el cual tiene algunos aspectos ineficientes, como el establecer menores impuestos para el diesel que para la gasolina. Estas distorsiones han ocasionado una conversión de los vehículos motorizados al diesel, cuya participación dentro de la composición del mercado de los combustibles ha venido incrementándose en los últimos años, expandiéndose del transporte de carga e intermunicipal a otras modalidades de transporte, como taxis y vehículos particulares. El argumento utilizado para justificar la menor carga impositiva es que el diesel es utilizado mayoritariamente por el transporte de carga. Pero si bien este combustible mantiene una mejor relación volumen/distancia recorrida, por lo que se considera más eficiente, y por ende se justificaría un menor impuesto, la contaminación por galón y el deterioro de la malla vial causados por su consumo es muy similar a la de la gasolina, por lo que los impuestos aplicados a ambos deberían ser equivalentes. Por otra parte, los combustibles “limpios” como el biodiesel y el gas natural, si bien causan menor contaminación, también implican un uso de la infraestructura vial del país, por lo que no es adecuado que estén exentos de todos los impuestos.

Finalmente, varios de los impuestos, en particular los que se destinan a los entes territoriales (sobretasa), son hoy en día ad valorem; fluctúan y evolucionan con el precio internacional del petróleo y la tasa de cambio. Con el fin de asegurar a los entes territoriales un flujo relativamente estable de recursos, algunos impuestos a los combustibles deberían ser de monto específico, reajutable anualmente en función de la inflación.

## Reflexiones Finales

La reglamentación de un fondo de suavización de precios es adecuada dada la inestabilidad exhibida en los últimos meses tanto por el precio internacional del petróleo como por la tasa de cambio, volatilidad que es necesario remover del precio de un insumo tan básico como lo es la gasolina. El hecho de que el FEPC haya sido conformado en un momento en el que el precio interno de la gasolina incluye un sobreprecio tiene

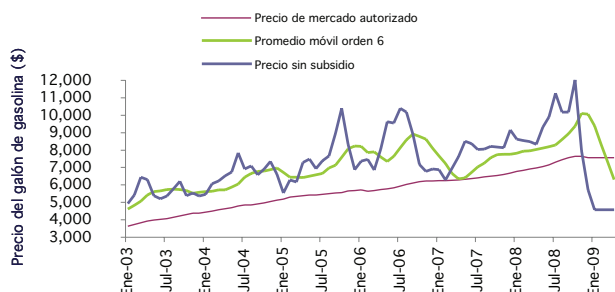
**Cuadro 2**  
**ESCENARIOS PARA LA FIJACIÓN DEL PRECIO**  
**DE LA GASOLINA A PARTIR DEL 1 DE ABRIL**

Precio actual	\$ 7,523
Promedio Móvil 3	\$ 4,422
Promedio Móvil 6	\$ 6,268
Promedio Móvil 9	\$ 7,780
Promedio Móvil 12	\$ 8,086

Supuestos:  
TRM se mantiene en \$2.245  
Precio galón gasolina: US\$1,10

Fuente: Cálculos Fedesarrollo

**Gráfico 3**  
**PROMEDIO MÓVIL DE LA TASA DE CAMBIO**  
**Y EL PRECIO DEL PETRÓLEO**



Fuente: Cálculos Fedesarrollo

la ventaja de que el fondo comienza capitalizándose, sin necesidad de una inyección inicial de recursos por parte del gobierno. De otra parte, en una situación de desaceleración económica con tasas de inflación que aún superan las metas establecidas, la eliminación inmediata de dicho sobreprecio encontraría justificación

en el terreno macroeconómico. Con la propuesta para fijación de precios que hemos hecho más arriba, dicho sobreprecio desaparecería en abril si se toma la fórmula con un promedio móvil de 6, suponiendo, claro está, que el precio del petróleo y la tasa de cambio se mantengan en sus niveles actuales.

## Los administradores esperan una reducción en la inflación para el año 2009

Durante el último mes de 2008, la inflación presentó una reducción de 0,05 puntos con respecto al mismo mes del 2007. La inflación mensual de diciembre fue de 0,44%. La variación anual del IPC se ubicó en 7,67%, más de dos puntos porcentuales por encima de la meta establecida por el Banco de la República un año atrás. Este resultado fue consecuencia del aumento los precios internacionales de los commodities en la primera mitad del año, y del alza en los precios internos de los alimentos, factores ambos que cedieron en los últimos meses. Para el próximo semestre, los administradores financieros continúan esperando una reducción en la inflación. Un 95% de los encuestados cree que la inflación en los próximos meses disminuirá, mientras que solo un 2% piensa lo contrario. (GRÁFICO 1)

Las expectativas responden a la caída del precio del petróleo y otras materias primas y la desaceleración de la demanda interna y externa.

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

Durante el mes de diciembre, los administradores financieros prefirieron los TES de corto plazo frente a las otras posibilidades de inversión. En el neto, un 34% de los encuestados afirma que aumentará su posición en TES de corto plazo. En segundo lugar están los TES largo plazo con 25% neto de respuestas, 16 puntos menos que el mes anterior. Aunque en la encuesta de diciembre los TES de corto plazo son los más apetecidos por los inversionistas, las aseguradoras, los fondos de pensiones y los fondos de valores prefieren los TES LP a los de CP. La encuesta de noviembre, en la cual un 41 % de los administradores afirmó que aumentaría su posición de TES de LP, predijo el aumento observado en los precios (caída en la tasa) y de alguna manera, anticipó la reducción de la tasa del BR. Los TES de julio de 2008 pasaron de 12,27% a finales de noviembre, a 10,27% en el último día de diciembre. A los TES de corto plazo les siguen los bonos atados a la DTF como activo preferido, con 18%, cuatro puntos por debajo del mes anterior. En cuarto lugar se encuentran los bonos en dólares con 11% seguido por los bonos de renta fija en otras monedas con 2%, y, finalmente, los bonos atados al IPC con 0%, debido a las expectativas de inflación a la baja por parte de los encuestados.

El Índice de Activo Preferido, en el que se comparan los TES de corto plazo con las otras posibilidades de inversión, muestra a estos como los más apetecidos por los inversionistas en el mes de diciembre. (GRÁFICO 2)

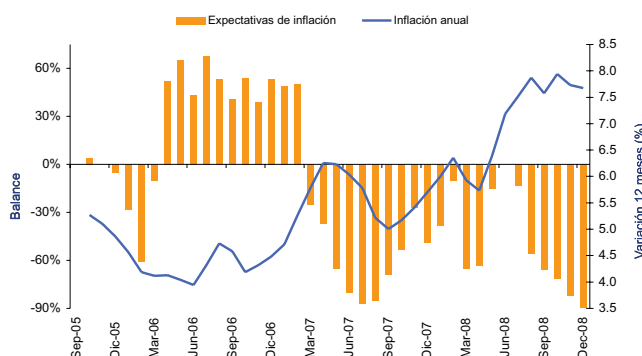
Cuadro I  
**EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS  
PARA LOS PRÓXIMOS SEIS MESES (% neto)**

	Noviembre	Diciembre	Cambio (puntos porcentuales)
Tasa de interés del Banco de la República	-89%	-96%	-7.0%
Inflación	-82%	-93%	-11.0%
Tasa de cambio	46%	38%	-8.0%
Spread	11%	-22%	-33.0%
Crecimiento económico	-100%	-100%	0.0%

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

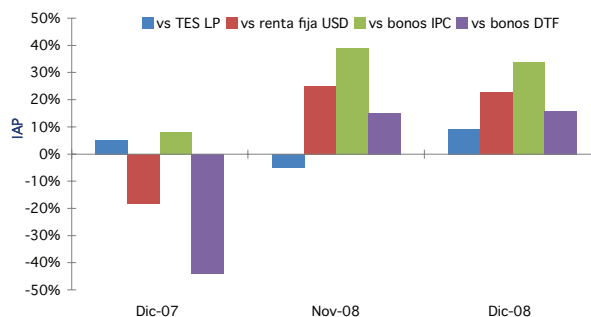
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC-Fedesarrollo

Gráfico 1  
**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN**



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

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



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC-Fedesarrollo

## La confianza y las expectativas siguen cayendo, mientras que las condiciones económicas se recuperan.

La Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo arrojó resultados mixtos para el mes de diciembre de 2008: el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) (GRÁFICO 1) y el índice de Expectativas del Consumidor (IEC) se redujeron, mientras que el Índice de Condiciones Económicas (ICE) aumentó frente al mes anterior. En diciembre de 2008, el ICC registró un valor de 2,7 puntos lo cual implica una disminución de 1,1 puntos con respecto al mes de noviembre. Este registro se sitúa 31,4 puntos por debajo de la cifra obtenida en el último mes de 2007, cuando el ICC se situó en 34 puntos. El IEC, por su parte, se ubicó en 0,8 puntos, registrando una caída notable de 4,1 puntos frente al mes anterior y de -32,2 frente a diciembre de 2007. Por otro lado, el ICE mejoró 3,3 puntos con respecto al mes anterior, ubicándose en 5,4 puntos, pero con una caída de 30,1 puntos respecto al mismo mes del año 2007. (CUADRO 1)

Aunque los componentes del ICC disminuyeron significativamente con respecto a un año atrás, al compararlos con los resultados del mes anterior dos presentaron una mejora y los otros tres cayeron. El que más mejoró fue la percepción económica actual del hogar frente a un año atrás. Este componente registró un balance de 0,2 puntos, 6,4 más que el mes anterior. Más específicamente, un 35,2% de los encuestados afirmó que al hogar le está yendo mejor que un año atrás, mientras que un 35% contestó lo contrario. (GRÁFICO 2) La disposición para la compra de bienes durables también mejoró, aunque marginalmente. Este componente se ubicó en 10,7 puntos, 0,3 puntos por encima de noviembre de 2008.

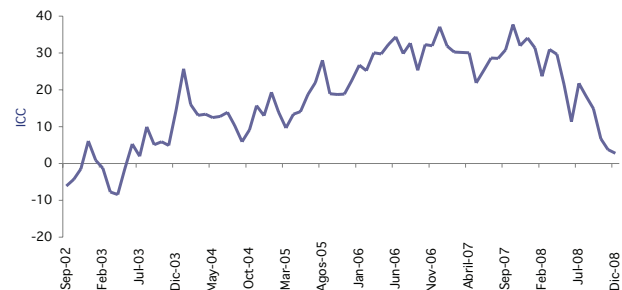
Los demás componentes registraron un comportamiento negativo con respecto al mes anterior. Las expectativas respecto al clima económico del país durante los próximos 12 meses empeoraron en el último mes en 8,5 puntos. Efectivamente, un 28,6% de los encuestados afirmó que el país va a tener buenos tiempos en materia económica, mientras que un 52,5% piensa lo contrario. Este componente registró un balance de -23,9 puntos, valor no observado desde mayo de 2002. Por su parte, las expectativas del hogar presentaron una disminución de 2,5 puntos, al pasar de 31,7 puntos en noviembre a 29,3 en diciembre. Por último, las perspectivas de los

Cuadro 1  
RESUMEN DE RESULTADOS ENCUESTA DE CONSUMO

	Diciembre 2007	Noviembre 2008	Diciembre 2008	Cambio mensual	Cambio anual
ICC	34.0	3.8	2.7	-1.1	-31.3
IEC	33.1	4.9	0.8	-4.1	-32.3
ICE	35.5	2.1	5.4	3.3	-30.1

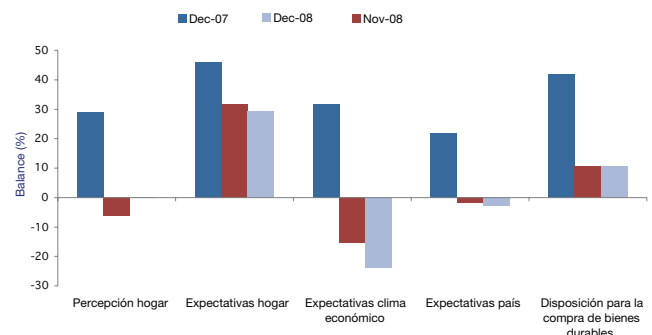
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC)-Fedesarrollo

Gráfico 1  
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR



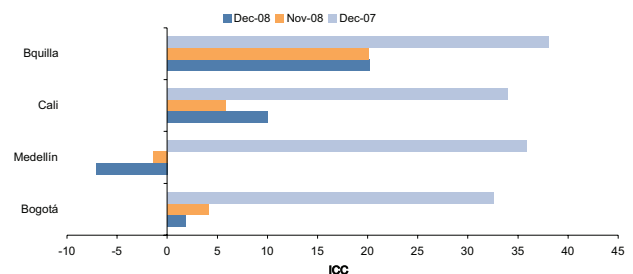
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC)-Fedesarrollo

Gráfico 2  
COMPONENTES DEL ICC



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

Gráfico 3  
ICC POR CIUDAD



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

agentes respecto a las condiciones económicas del país dentro de un año en comparación con las actuales también disminuyeron. En esta pregunta, un 24,2% de los encuestados piensa que el país estará mejor en un año, mientras que un 27,1% opina lo contrario, dejando el balance en -2,9%.

Con respecto al mes de diciembre de 2007, todos los componentes del ICC disminuyeron, siendo las expectativas del país las de mayor disminución, con 55,4 puntos menos que en el mismo mes del año pasado. Si bien el balance de la pregunta que se refiere a la percepción actual del hogar con respecto a la del año pasado aumentó 6,4 puntos con respecto al mes anterior, pasando de un balance negativo a uno positivo, este componente bajó 28,9 puntos con respecto a diciembre del 2007.

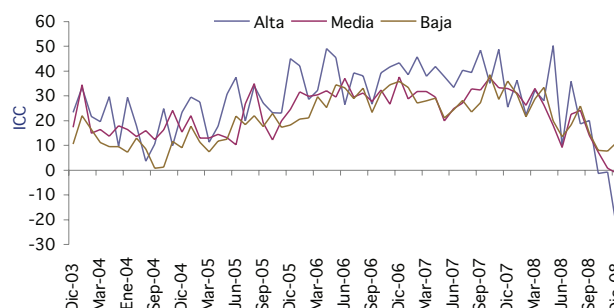
### Cali y Barranquilla se mantienen como las ciudades con la confianza más alta

Tomando los resultados de la EOC para el mes de diciembre de 2008, Cali y Barranquilla presentan una mejora en sus índices, mientras que en Bogotá y Medellín no parecen mostrar señales de recuperación. Barranquilla presenta una mejora marginal (0,1) en su ICC, ubicándose en 20,2 puntos, muy por encima de las otras ciudades. Aunque Cali tiene una menor confianza que Barranquilla, fue la ciudad con mayor recuperación en el último mes. Con un aumento de 4,2 puntos, la confianza de esta ciudad se ubicó en 10 puntos, siendo la ciudad con el segundo índice más alto de confianza de los consumidores. A Cali le sigue Bogotá, en donde en el último mes disminuyó la confianza: el ICC cayó 2,3 puntos y se ubicó en 1,8 puntos. Medellín, la segunda ciudad más importante del país, continúa presentando un deterioro en la confianza: en el último mes ésta cayó 5,7 puntos dejando el ICC en -7,2 puntos. (GRÁFICO 3)

### En el estrato bajo aumenta la confianza, mientras que en el medio y alto disminuye

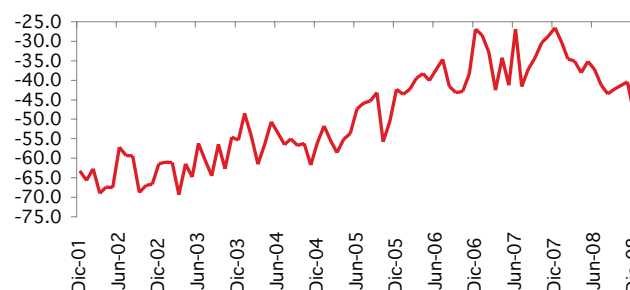
Los resultados de la EOC, muestran una mejora en el ICC del estrato bajo. Los encuestados que pertenecen a este grupo (51% del total) reportaron una mejora en su confianza: el ICC para estratos bajos fue de 11,1 puntos, 3,5 mejor que el mes anterior. En el estrato medio (32% del total de encuestados), la confianza llegó a terreno negativo. (GRÁFICO 4) El ICC para el mes de diciembre fue de -1,2 puntos, 2 puntos menos que el mes anterior y 34,1 más bajo que un año atrás. Por último, en el estrato

Gráfico 4  
ICC POR ESTRATO SOCIOECONÓMICO



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

Gráfico 5  
EVOLUCIÓN DE LA CAPACIDAD DE AHORRO DE LOS HOGARES



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

alto se presentó la caída más pronunciada en la historia de la encuesta. El ICC del estrato alto se ubicó en -23,3 puntos, con una caída de 22,5 puntos con respecto al mes anterior, y de 48,7 con respecto a un año atrás. Esta disminución se debe a la caída en los balances de las respuestas de todos los componentes del índice para los estratos altos.

### La capacidad de ahorro de los consumidores

Los resultados reportados por la EOC en el mes de diciembre de 2008 muestran un deterioro en la capacidad de ahorro de los consumidores. Aunque el nivel actual continuó siendo históricamente alto, cayó durante todo lo corrido del año, llegando en diciembre a -48,8%. En este mes, el 25,59% de los encuestados dijo poder estar ahorrando en la situación actual mientras que un 74,41% respondió lo contrario. (GRÁFICO 5)

## Leve recuperación de la confianza industrial

Los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) para el mes de noviembre de 2008 muestran una recuperación en el nivel de confianza de los empresarios. De esta forma, el indicador tuvo un repunte luego de tres meses continuos de deterioro. En efecto, El Índice de Confianza Industrial (ICI) registró un valor de -20 puntos, 2 puntos por encima de lo observado el mes anterior y 28 menos que el mismo mes de 2007. (GRÁFICO 1)

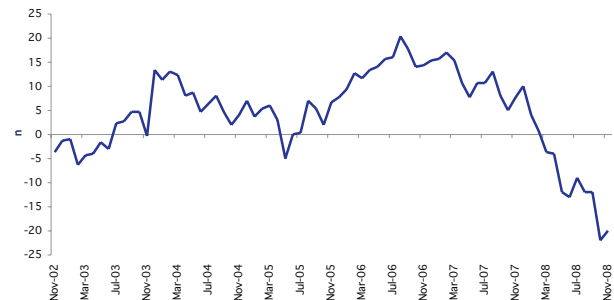
De los tres componentes del ICI (el nivel de existencias, el nivel de pedidos y las expectativas de producción para el próximo trimestre), los dos primeros presentaron una mejora, mientras que el último continuó deteriorándose. En cuanto al nivel de existencias, el 16% neto de los encuestados afirmó tener niveles grandes de existencias a fin de mes, con una disminución de dos puntos porcentuales con respecto al mes anterior. (GRÁFICO 2). Esto se debe a que 23% de los empresarios manifestó manejar niveles grandes de existencias, mientras que 70% manifestó manejar niveles normales y 7% niveles pequeños. Por otra parte, el balance que tuvo la mayor recuperación con respecto al mes anterior fue el del volumen actual de pedidos. Un 8% de los encuestados afirmó tener un volumen alto de pedidos, mientras que un 51% afirmó lo contrario. Esto deja el balance de esta pregunta en -33 puntos, 6 puntos más que el mes anterior. Por último, las expectativas de producción siguen cayendo por cuarto mes consecutivo. El 17% de los encuestados aseguraron que su producción en los próximos 3 meses aumentará, un 28% dijo lo contrario y el 54% restante aseguro que su producción se mantendrá igual.

El nivel de confianza empresarial ha logrado anticipar la fuerte caída en la producción industrial. Al cierre de noviembre, la variación anual del índice de producción industrial se ubicó en, -13,3%, cifra preocupantemente baja no vista desde julio de 1999.

## Fuerte Disminución de las Condiciones Socio-políticas y Económicas para la Inversión

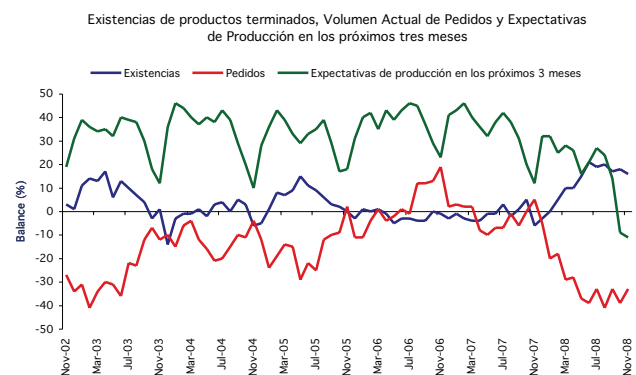
El módulo especial trimestral de noviembre de 2008 incluye preguntas sobre las condiciones econó-

Gráfico 1  
**ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL**



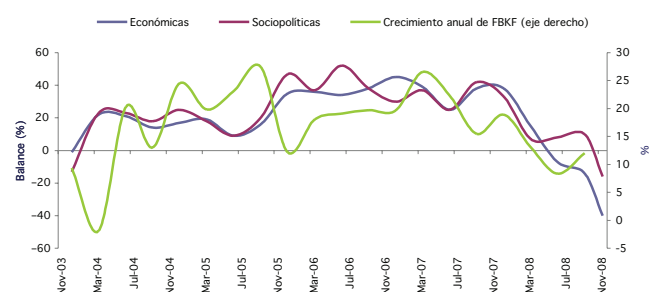
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE)-Fedesarrollo

Gráfico 2  
**COMPONENTES DEL ICI**



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE)-Fedesarrollo

Gráfico 3  
**CONDICIONES PARA LA INVERSIÓN**



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

micas y sociopolíticas para la inversión. Los resultados revelan que las condiciones económicas y sociopolíticas muestran un continuo deterioro. Desde finales de 2003, los balances de las dos condiciones no se encontraban en terreno negativo. (GRÁFICO 3) Los dos índices presentaron una disminución de 26 puntos con respecto al trimestre anterior. Las condiciones económicas se ubican en -40 puntos, valor no visto desde mayo de 2002. De hecho, solo un 9% de los encuestados ve las condiciones económicas para la inversión favorables mientras un 49% piensa lo contrario y un 42% opina que son neutrales. En cuanto a las condiciones sociopolíticas, estas alcanzaron un balance negativo no visto desde noviembre de 2003. De hecho un 14% de los encuestados ve las condiciones como favorables, mientras un 30% piensa lo opuesto dejando el balance neto en -16 puntos.

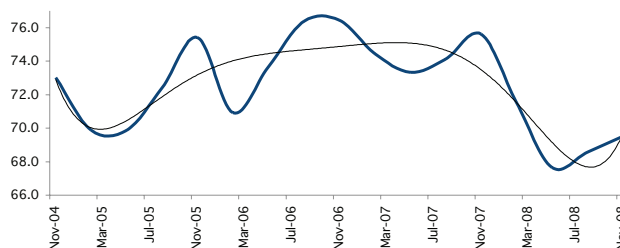
### Aumenta la utilización de la capacidad instalada

Dentro de la EOE, trimestralmente se incluye una pregunta sobre la utilización de capacidad instalada. En noviembre de 2008 se registró un aumento en el porcentaje de utilización de la capacidad instalada. De hecho, las firmas encuestadas revelan que entre agosto y noviembre del presente año el uso de la capacidad instalada aumentó 0,95 puntos porcentuales, al pasar de 68,57% a 69,51%. (GRÁFICO 4) No obstante, dicho resultado muestra una reducción de 6,1 puntos porcentuales entre noviembre 2007 y 2008. Lo anterior se ve reflejado en la percepción que tienen los empresarios sobre su capacidad para atender la demanda. En efecto, el 41% de los empresarios afirmó tener una capacidad instalada que es más que suficiente para afrontar la demanda de los próximos doce meses, el 57% afirmó que su capacidad instalada es suficiente y solo el 2% restante que es insuficiente. Así, el 39% neto de los empresarios cree que la capacidad instalada de sus firmas es más que suficiente; cifra que muestra un incremento de 28 puntos con respecto al registro de agosto de 2008.

### La situación económica de la industria es baja, aunque más alta respecto a periodos previos de desaceleración

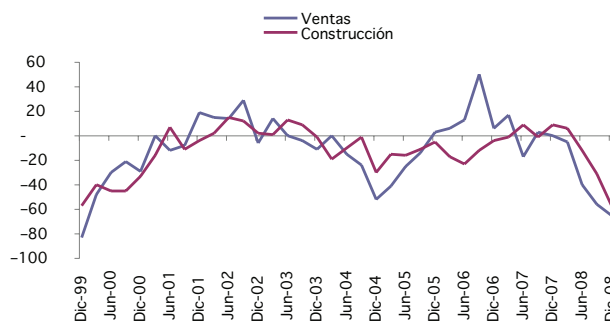
En la EOE se les pregunta a los industriales acerca de su situación económica. Esta respuesta tuvo una caída

Gráfico 4  
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA (%)



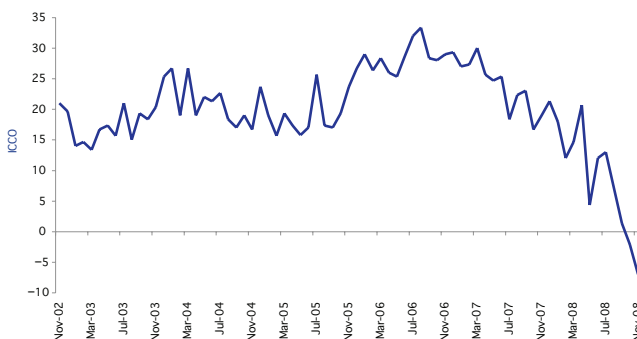
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE)-Fedesarrollo

Gráfico 5  
RITMO DE VENTAS Y CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDA  
CON RESPECTO AL MISMO TRIMESTRE DEL AÑO ANTERIOR



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE)-Fedesarrollo

Gráfico 6  
ÍNDICE DE CONFIANZA COMERCIAL



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE)-Fedesarrollo



en el último mes, pasando de un balance de 23 a 20 puntos. Al hacer el análisis para cada mes de noviembre desde 1980, se puede ver el deterioro de este indicador en comparación con los años anteriores. Aunque el balance de esta pregunta sigue siendo positivo y no está en niveles de 1998 y 1999 (–29 y –14), parece anticipar un empeoramiento de la situación económica de las empresas.

### Se deteriora tanto la construcción como la venta de vivienda

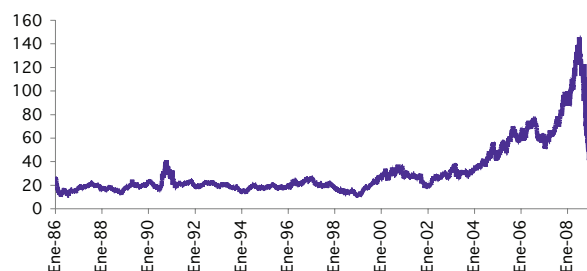
En el módulo especial de construcción de la EOE se les pregunta a los empresarios sobre el ritmo de ventas y de la actividad edificadora del trimestre con respecto al mismo trimestre del año pasado. Por el lado de la venta de vivienda, el balance de esta pregunta se ubicó en –65 puntos, 9 menos que en el trimestre anterior y 65 menos que el mismo trimestre del año pasado. En cuanto a la construcción, la pregunta presentó un balance de –57 puntos, 26 puntos menos que el trimestre anterior y 66 por debajo del mismo trimestre de 2007. (GRÁFICO 5)

### Continúa el retroceso en la confianza comercial

El Índice de Confianza Comercial (ICCO) presentó una disminución durante el mes de noviembre. El ICCO cayó 5 puntos con respecto al mes anterior, ubicándose en –7 puntos, 26 puntos menos que en el mismo mes de 2007. Los últimos resultados confirman la tendencia a la baja de este indicador, patrón que ha seguido en los últimos cuatro meses (GRÁFICO 6).

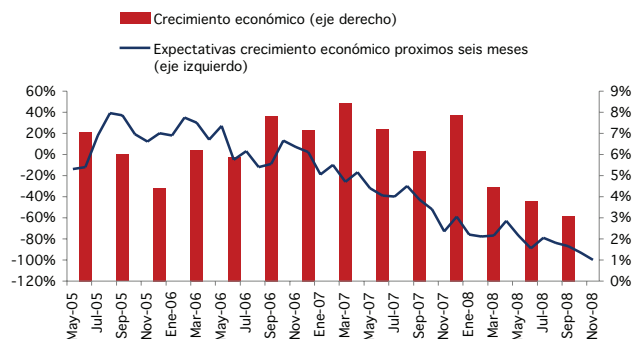
En cuanto a los componentes del ICCO (la situación económica actual, la situación económica durante los próximos seis meses y el nivel de existencias) se evidencia un retroceso en dos de los tres componentes. Por un lado, el balance de la pregunta acerca de la situación económica presentó una disminución de 5 puntos pasando de un balance de 21 en octubre a 16 en noviembre del presente año. En la misma línea, las expectativas económicas para los próximos seis meses presentaron una reducción mayor, al pasar de 1 puntos en octubre a –14 en noviembre. El tercer componente del ICCO, que se refiere a las existencias para el periodo actual, registró un balance de 25 puntos, 3 puntos mejor que el mes anterior, pero 4 puntos por debajo del dato de noviembre de 2007.

### PRECIO PETRÓLEO WTI



Fuente: Energy Information Administration

### CRECIMIENTO ECONÓMICO Y EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO ECONÓMICO



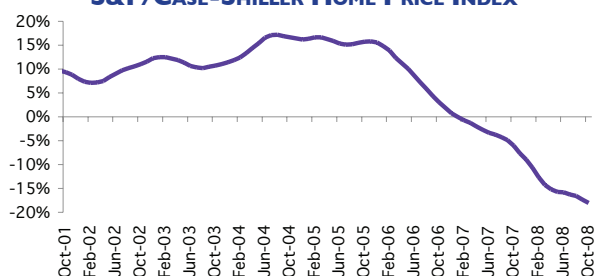
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera (EOF) Fedesarrollo-BVC. DANE

### CRECIMIENTO ANUAL TASA DE DESEMPLEO EEUU



Fuente: Bureau of Labor Statistics

### VARIACIÓN PRECIOS DE LA VIVIENDA S&P/CASE-SHILLER HOME PRICE INDEX

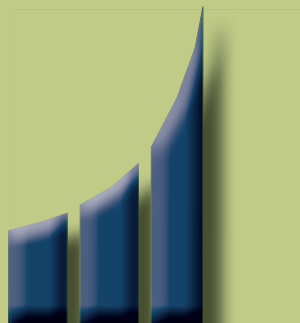


Fuente: St Louis Fed

### PROYECCIONES PIB COLOMBIA (CRECIMIENTO REAL ANUAL, %)

Institución	Proyección PIB (%)	
	2009	2010
Fedesarrollo	2.8	3.8
Consensus (promedio)	2.7	3.3
Más alto	3.8	5.0
Más bajo	1.5	1.0
Desviación estándar	0.5	0.5

Fuente: Latin Focus Consensus Forecast



FEDESARROLLO