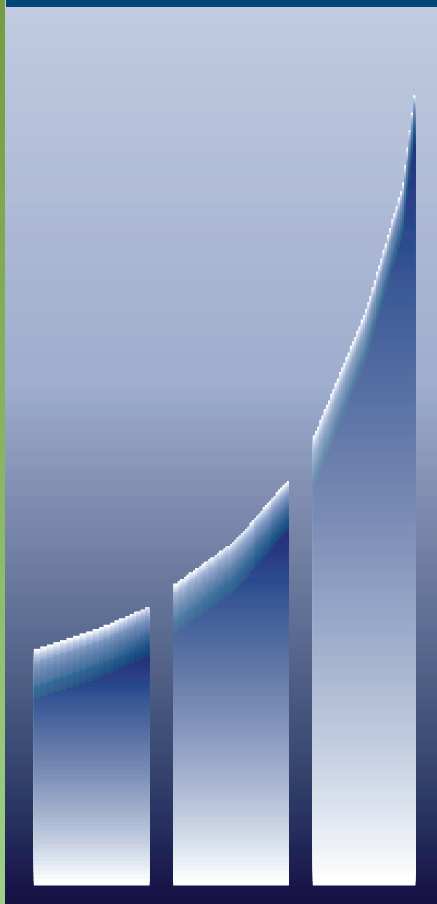


# TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

74

Junio de 2008



## FEDESARROLLO

**Director Ejecutivo**  
Mauricio Cárdenas S.

**Subdirector**  
Mauricio Santa María S.

## TENDENCIA ECONÓMICA

**Directora**  
Camila Pérez M.

**Investigadores asistentes**  
Óscar Becerra C.  
Anwar Rodríguez Ch.

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

Editorial: El marco fiscal de mediano plazo: ¿dónde están los riesgos?

Actualidad: ¿Cuál es el impacto del precio del petróleo sobre la economía colombiana?

Encuesta de Opinión Financiera

Encuesta de Opinión del Consumidor

Encuesta de Opinión Empresarial

Indicadores Económicos

### *El marco fiscal de mediano plazo: ¿dónde están los riesgos?*

En los últimos años la situación fiscal del Sector Público Consolidado (SPC) ha mejorado significativamente como resultado del ciclo económico y el aumento en los precios de los productos básicos. Parte de la reducción del déficit del SPC obedece a un menor desbalance del Gobierno Nacional Central (GNC), producto del aumento en el recaudo tributario y de los ingresos derivados del precio del petróleo. Al mismo tiempo, el endeudamiento del gobierno, en particular el externo, también se ha reducido, blindando a la economía de un posible choque en la tasa de cambio. Y aunque se han hecho algunas reformas en materia fiscal, cuyos efectos permanecerán en el mediano plazo, las finanzas públicas todavía son vulnerables.

Por el lado de los ingresos, el recaudo tributario ha tenido un crecimiento importante, al pasar de representar 16% del PIB en 2006 a 16,8% del PIB en 2008. Este comportamiento puede atribuirse tanto a factores estructurales, como las reformas tributarias, y la implementación del programa Muisca de la DIAN, como a factores coyunturales, en particular el ritmo de crecimiento económico y el aumento reciente del precio del petróleo y del carbón, que han aumentado el recaudo de renta proveniente del sector minero-energético y los dividendos que Ecopetrol le transfiere a la Nación. Así mismo, el recaudo de tributos externos también se ha incrementado, producto del dinamismo de las importaciones en los últimos años.

Por el lado de los gastos, se ha observado una tendencia creciente. Los gastos totales de gobierno crecieron de 21,7% del PIB en 2006 a 22,2% del PIB en 2008, y los de funcionamiento aumentaron 0,4% del PIB en el mismo período. Por su parte, la inversión se incrementó, pasando de 1,8% a 2,6% del PIB. Este comportamiento ha implicado que el déficit del GNC se haya estabilizado alrededor de 3,3% del PIB.

De acuerdo con el último Marco Fiscal de Mediano Plazo, el déficit del GNC será de 3,3% del PIB en 2008, al tiempo que el superávit primario se reducirá de 1,2% a 0,5% entre el año pasado y este. Para 2009, el déficit del GNC se estima en 3% del PIB, explicado por un crecimiento de 15% en los ingresos del gobierno, y de 13% en los gastos, comportamiento que en ambos casos está determinado mayormente por el impacto del precio del petróleo. En particular, los ingresos tributarios pasan de 12,9% a 13,2% del PIB, dado que el mayor recaudo en renta por cuenta del pago de impuestos de Ecopetrol (aproximadamente \$4 billones), compensa la caída en el impuesto al patrimonio y

#### PATROCINADOR:



el de timbre. Adicionalmente, el gobierno recibirá dividendos por \$8 billones, correspondientes al giro de utilidades de esta empresa. Parte de estos mayores ingresos se destinarán al pago de los subsidios a los combustibles, que asciende a \$5 billones, correspondientes al subsidio causado durante 2008, que por decisión del gobierno se pagará el año entrante.

Aún después de descontar el pago de los subsidios, el gobierno percibe un ingreso neto de \$5.3 billones por cuenta del mayor precio del petróleo, el cual ayuda a compensar la caída en algunos impuestos y a financiar gastos de funcionamiento. Por esta razón, la reducción del déficit entre 2008 y 2009 se hace posible gracias a un recorte de 0,5% del PIB en el presupuesto de inversión del año entrante.

El aumento del precio del petróleo también impacta positivamente a los gobiernos regionales y locales, que pasan de registrar un déficit de -0,2% del PIB en 2007, a un superávit de 0,4% del PIB en 2008 y de 0,1% del PIB en 2009. Parte de este resultado se atribuye a un aumento en las regalías y en la sobretasa a la gasolina que reciben estos gobiernos, sumando a un menor ritmo de ejecución de los gastos, en línea con el ciclo político.

No obstante, el impacto fiscal del precio del petróleo está sujeto a las variaciones de la tasa de cambio. De acuerdo con los cálculos del Ministerio de Hacienda, si en lugar de usar el escenario base (WTI de \$115 y tasa de cambio \$1.900), el precio del WTI se reduce a \$110 dólares, y la tasa de cambio se ubica en \$1.800, el dividendo neto que percibe el gobierno aumenta \$155 mil millones. Esto obedece a que si bien la revaluación disminuye las ganancias de Ecopetrol, reduce más que proporcionalmente el monto del subsidio que el gobierno tiene que pagarle a la empresa.

Por el lado del financiamiento, en el MFMP se incluyen \$3.000 millones, correspondientes a la venta del 57% de ISAGEN, los cuales reducirán las necesidades de endeudamiento del gobierno el año entrante.

Un dato que llama la atención es el incremento en el costo fiscal de las exenciones tributarias. Entre 2006 y 2007, el beneficio en renta por cuenta de la compra de activos fijos productivos se duplicó, lo cual implicó una pérdida en el recaudo por \$3 billones el año pasado. Si bien la exención puede haber sido muy útil para impulsar la inversión en los últimos años, preocupa que hacia delante el “hueco” en el recaudo se siga ampliando, sobre todo si la economía continúa desacelerándose. Las nuevas zonas francas, sumadas a los acuerdos de estabilidad tributaria, seguramente contribuirán a reducir la tributación efectiva de las personas jurídicas.

En suma, si bien los resultados fiscales no son preocupantes, tampoco denotan un esfuerzo por parte del gobierno en llevar a cabo una política fiscal contracíclica que ayude a reducir las presiones sobre la inflación y la tasa de cambio. Además, aún cuando la sostenibilidad de la deuda tampoco parecería estar en riesgo, lo que sí es cierto es que un mayor esfuerzo fiscal sería deseable. Con los supuestos del MFPM, la deuda del GNC se reduciría de 39% a 34% en el año 2012. No obstante, con los escenarios de Fedesarrollo, ante una caída en el precio del petróleo hasta \$80 dólares por barril, y teniendo en cuenta los efectos negativos sobre el crecimiento, las exportaciones y la Inversión Extranjera Directa, la trayectoria de deuda cambia, manteniéndose en 39% del PIB en los próximos 4 años. Finalmente, si se siguiera la recomendación de la Comisión de Gasto Público de generar un superávit primario de 2%, la deuda se reduciría hasta 28% del PIB. Además de los efectos macroeconómicos positivos que generaría un ajuste fiscal de dicha naturaleza, éste pondría al país cada vez más cerca del grado de inversión, lo cual abarataría el costo de financiamiento del gobierno y el sector privado, con un gran dividendo tanto económico como social.

### ¿Cuál es el impacto del precio del petróleo sobre la economía colombiana?

Desde comienzos de esta década, el precio del petróleo comenzó a exhibir una tendencia creciente que lo ha llevado a alcanzar máximos históricos tanto en términos nominales como reales (Gráfico 1). Esto ha conducido a diferentes analistas a considerar cuáles son los determinantes del inusitado crecimiento del precio del crudo, y cuáles son las consecuencias que dicho aumento tiene sobre la economía. En esta edición de *Tendencia*, se discute este tema a la luz de sus efectos sobre la economía nacional, y en particular, se analiza la posible presencia de síntomas de enfermedad holandesa.

### ¿Cuáles son los determinantes del precio del petróleo?

La mayoría de analistas identifican tres determinantes del comportamiento actual del precio del petróleo: una creciente demanda de combustibles líquidos, en especial de países emergentes, una capacidad reducida para incrementar la oferta de petróleo, y la búsqueda de cobertura financiera por parte de inversionistas internacionales como respuesta a la debilidad del dólar. En efecto, la demanda de crudo por parte de los países emergentes, como China e India, cuyas economías exhiben tasas de crecimiento cercanas a 10%, han impulsado de manera significativa la demanda mundial de crudo, la cual no se ha reflejado en aumentos proporcionales de la oferta, resultado que se encuentra asociado a los bajos precios que exhibió el petróleo en los años noventa que implicó bajos niveles de inversión en producción y refinación en el sector. Además, el debilitamiento de la economía de Estados Unidos y su moneda, y la especulación en los mercados financieros en búsqueda de refugios de inversión, parecen haber presionado aún más al alza los precios.

### Consecuencias sobre la economía colombiana

#### Demanda internacional

Con respecto al sector externo, el elevado precio del petróleo y en general, los altos precios de los productos básicos, tiene efectos directos e indirectos. Los efectos directos se relacionan con el hecho que mayores precios de los productos básicos han repercutido positivamente en un mayor ingreso por exportaciones, en particular, de las tradicionales. Entre enero y marzo de este año, el total de exportaciones (en dólares) acumuló una variación anual de 41,5%. Durante este mismo período, las exportaciones tradicionales acumularon una variación de 63,7%, producto de un incremento en las exportaciones de café (35,1%), petróleo y sus derivados (103,7%), carbón (18,1%) y ferróniquel (78,3%), mientras que los ingresos por exportaciones no tradicionales acumularon una variación de 22,6%.

Si bien los ingresos por exportaciones han aumentado en valor, vale la pena destacar que en volumen, las exportaciones han mos-

**Gráfico 1**  
PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO



Nota: promedio simple de los petróleos Brent, WTI y Dubai Fateh.  
Fuente: FMI y Fed St Louis. Cálculos de Fedesarrollo.

trado un comportamiento más bien modesto, lo que seguramente se reflejará en las cifras de exportaciones reales durante el primer trimestre del año. En efecto, aunque los ingresos por exportaciones se incrementaron en 41,5% durante el primer trimestre del año, los resultados en volumen muestran una variación de -3,2%, resultado que se explica principalmente por una reducción significativa en las exportaciones de carbón (-8,8%) y un modesto comportamiento de las exportaciones no tradicionales (3,0%), que no pudo ser compensado por los incrementos en las ventas de café (18,9%), petróleo (18,9%) y ferróniquel (121,3%)<sup>1</sup>. Estos resultados evidencian el impacto negativo que ha tenido la desaceleración económica en Estados Unidos, la Unión Europea y Venezuela, sobre la demanda por exportaciones no tradicionales en los primeros meses del año.

Entre los efectos indirectos se destaca el impacto positivo que tiene el precio del petróleo sobre la economía venezolana. En efecto, aunque el PIB del vecino país mostró una notable moderación en su ritmo de crecimiento durante el primer trimestre de 2008, (la economía creció 4,8% cifra que resulta inferior en 4 puntos porcentuales al registro del primer trimestre de 2007), la demanda interna de Venezuela exhibió una variación anual de 9,3%. Si bien esta variación es inferior a las cifras observadas en 2007, donde la demanda interna se encontraba en niveles cercanos a 20%, el crecimiento todavía es fuerte y esto beneficia a sectores no tradicionales particulares.

### Inflación

El efecto del precio del petróleo sobre el nivel de precios es quizás la consecuencia más evidente y nociva que hasta el momento se extiende sobre la economía colombiana. Durante los primeros cinco meses del año el IPC acumuló una variación anual de 5,1%.

<sup>1</sup> Las exportaciones de ferróniquel resultaron seriamente afectadas por la huelga de los trabajadores de Cerro Matoso, que se realizó durante todo el mes de marzo de 2007. Durante este mes, no hubo exportaciones de ferróniquel.

Este resultado se explica principalmente por el incremento en el precio de los alimentos (9,7% en este mismo período), fruto de la combinación de una serie de problemas de oferta y el aumento de los costos de producción, en especial de fertilizantes. Este último aumento se encuentra estrechamente ligado al precio del crudo, ya que éste participa en los costos de producción y de transporte de este tipo de insumos.

Adicional al incremento en el precio de los alimentos, existe un efecto directo asociado con el impacto del precio del petróleo sobre los precios de los combustibles y del transporte. En lo corrido del año hasta mayo, la inflación de bienes regulados acumula una variación de 5,0% y en caso que el precio del petróleo continúe su ascenso, esto repercutirá en mayores alzas de los precios del transporte y los combustibles. De acuerdo con cálculos del Ministerio de Hacienda, teniendo en cuenta el aumento de los precios de los combustibles acumulado en lo corrido del año, un incremento mensual de los precios de los combustibles de 100 pesos por galón de aquí en adelante tendría un efecto sobre la inflación total de 0,43 puntos porcentuales.

### ***Inversión extranjera directa (IED)***

Durante los últimos años, Colombia se ha convertido en un destino atractivo para la IED. En efecto, las importantes mejoras en materia de seguridad, el buen desempeño económico y los elevados precios de los productos básicos son algunas de las razones más importantes para la llegada de IED a Colombia. Durante 2007, la IED alcanzó una cifra record de USD9.028 millones (5,2%), comparable únicamente con el resultado del año 2005 (USD10.240 millones) cuando se vendió Bavaria. Del total de IED en 2007, más de la mitad de los recursos se destinaron a inversiones en el sector minero.

Específicamente, durante 2007 se destinaron recursos por USD3.429 millones para el sector petrolero, mientras que el resto de la minería recibió recursos por una cuantía de USD1.047 millones. Para 2008, las cifras son alentadoras. Durante los primeros cuatro meses del año, los flujos de IED han sido de USD3.585 millones, USD995 millones más que en el mismo período de 2007. Del total de IED, USD1.901 millones están destinados al sector petrolero. De hecho, de acuerdo con estimaciones de Fedesarrollo, la IED representará alrededor de 4,8% del PIB en 2008.

### ***Tasa de cambio***

La relación existente entre el precio del petróleo y la tasa de cambio es una combinación de diferentes factores. En primer lugar, aunque Colombia ha exhibido una de las tasas de revaluación más pronunciadas entre los países latinoamericanos<sup>2</sup>, ésta es un fenómeno mundial. Como se mencionó anteriormente, la debilidad del dólar y las presiones inflacionarias que se esperan en los próximos años

para la economía estadounidense, han consolidado a los productos básicos, especialmente al petróleo, como una de las principales oportunidades para obtener coberturas financieras. Adicionalmente, los crecientes flujos de IED ha aumentado la oferta de esta moneda en la economía nacional y en consecuencia, la nueva inversión ha contribuido con la revaluación.

Un efecto adicional se encuentra relacionado con la respuesta del Banco de la República ante los resultados en materia de inflación durante los primeros meses del año y sus efectos sobre los diferenciales de tasas de interés. En la actualidad, la tasa de intervención del Banco de la República se encuentra en 9,75%, 775 puntos básicos por encima que la tasa de intervención de la Reserva Federal. Si bien la motivación que ha conducido a los dos bancos centrales es diferente (mientras que la Reserva Federal intenta brindar la liquidez necesaria para evitar una crisis de crédito el Banco de la República busca disminuir las presiones inflacionarias), los diferenciales de tasas de interés y la fuerte revaluación son fuertes incentivos para la llegada de una mayor cantidad de dólares.

### ***Ingresos fiscales***

En este tema, los resultados del incremento del petróleo han sido mixtos. Por un lado, los ingresos fiscales han aumentado de manera significativa por cuenta de los dividendos recibidos por la participación accionaria del Gobierno Nacional en Ecopetrol y el mayor recaudo percibido por concepto de impuesto a la renta. No obstante, los gastos han aumentado debido a que parte de estos recursos han tenido que ser destinados a atender los elevados subsidios sobre el combustible que se mantienen actualmente. De acuerdo con cálculos realizados por el Ministerio de Hacienda, se estima que los mayores ingresos derivados de la actividad petrolera representarán ingresos netos (descontando el subsidio a los combustibles) por \$ 5.332 y \$ 7.020 millones para 2008 y 2009, respectivamente.

### ***¿Enfermedad holandesa?***

Recientemente, algunos analistas han argumentado que la combinación de factores que exhibe la economía en la actualidad se puede consolidar como el comienzo de un episodio de enfermedad holandesa, en donde el incremento de los precios de un bien transable, en este caso el petróleo, genera efectos negativos sobre el desarrollo de otras actividades productivas con vocación exportadora, por ejemplo, la producción industrial. Este efecto se encuentra asociado principalmente con una revaluación en términos reales, lo que desincentiva las ventas externas de otros productos y finalmente, genera una recomposición del comercio exterior con una mayor participación de las exportaciones petroleras.

De acuerdo con lo expuesto en los párrafos anteriores, existen algunos factores que coinciden con este fenómeno. En efecto, la revaluación de la tasa de cambio nominal y el incremento en el nivel de precios generó una revaluación en términos reales, que en los primeros cinco meses del año fue de -11,9%. Si a esto se le suma la desaceleración de la demanda internacional por exportaciones no tradicionales, la producción de estos bienes se puede ver afectada

<sup>2</sup> Por ejemplo, hasta el 20 de junio, la revaluación en Colombia acumula un total de 17,1%, seguido por Brasil (9,4%), México (5,3%), Argentina (4,0%), Perú (2,9%) y Chile (1,5%).

de manera significativa durante los próximos meses. De acuerdo con la información de exportaciones reportada por el Dane, la participación de las exportaciones de petróleo pasó de 17,5% en el primer trimestre de 2007 a 24,5% en el primer trimestre de 2008, mientras que la participación de las exportaciones industriales y agrícolas ha exhibido una reducción de 1,1 y 3,0 puntos porcentuales, respectivamente.

No obstante, al analizar los resultados de las encuestas del Dane, éstas sugieren que los sectores que han mostrado una mayor desaceleración son aquellos que se encuentran relacionados con actividades para las que ha disminuido su demanda ya sea interna, por ejemplo, la producción de equipos de uso doméstico, electrodomésticos y maquinaria, o externa, por ejemplo, la producción de textiles, vehículos automotores y sus partes. Este resultado es consistente con la desaceleración de la demanda de los principales socios comerciales y la imposición de restricciones a las importaciones por parte de Venezuela (Cuadro 1).

Al igual que la información registrada por la muestra mensual manufacturera del Dane, las respuestas de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo evidencian una disminución en la confianza empresarial, sin embargo, esta reducción se encuentra asociada principalmente a los incrementos en sus niveles de existencias, disminución en sus niveles de pedidos e incrementos en su capacidad instalada con respecto a la demanda futura. Estos resultados son consistentes con una moderación en el ritmo de aumento de la demanda. En efecto, entre los factores determinantes de esta disminución de la confianza, se destacan las expectativas de una menor demanda en los próximos meses y las restricciones crediticias, entre otras.

En conclusión, la evolución del precio del petróleo y en general, de los precios de los productos básicos influye por diferentes vías el desempeño de la economía colombiana. Entre los puntos posi-

vos, se encuentra la llegada de una cantidad creciente de inversión extranjera directa que impulsa el crecimiento de estos sectores, ha incrementado los ingresos fiscales del Gobierno Nacional y ha aumentado la demanda externa por este tipo de bienes. Sin embargo, esta bonanza ha tenido implicaciones negativas sobre la economía, por ejemplo, mayores presiones a la revaluación del peso, presiones inflacionarias derivadas principalmente de la inflación de alimentos y transporte, y un incremento de los costos fiscales asociados al subsidio a los combustibles, factores que se podrían consolidar como el comienzo de un episodio de enfermedad holandesa. Fedesarrollo considera que hasta el momento, son más los aspectos positivos que los negativos derivados de la bonanza de los precios de productos básicos. Sin embargo, el espacio para que estos incrementos se trasladen en resultados positivos se reduce y en consecuencia, es necesario implementar medidas que permitan garantizar la estabilidad macroeconómica, en especial, una reducción en los déficits fiscal y de cuenta corriente, que favorezcan recuperar el grado de inversión y garanticen un mayor crecimiento económico en el largo plazo.

De acuerdo con las proyecciones de Fedesarrollo, si bien se espera que los precios del petróleo se mantengan en niveles elevados durante los próximos años, existen importantes riesgos para la economía colombiana derivados de una disminución de los precios del petróleo, respecto a un escenario base que supone un precio promedio anual de USD108 dólares por barril. En efecto, las estimaciones de Fedesarrollo sugieren que una reducción en los precios del petróleo de 10% implica una reducción del crecimiento económico de 0,2 puntos porcentuales y una de 20% tiene un impacto del doble de magnitud (Cuadro 2). No obstante, se espera que el ritmo de aumento de la producción nacional se mantenga en una senda satisfactoria, alcanzando 5,4% al finalizar 2008 y manteniendo una variación anual promedio de 5,0% entre 2009 y 2012.

**Cuadro 1**  
**VARIACIÓN ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL SEGÚN CLASE INDUSTRIAL**  
(enero - abril de 2008)

Clase	Producción real	Ventas reales
Total sin trilla	3,5	2,8
Aparatos de uso doméstico	-0,3	-3,2
Fabricación de otros tipos de equipo de transporte	-0,4	-7,3
Bebidas	-2,0	-1,0
Industrias básicas de hierro y acero; fundición de metales	-2,8	-4,6
Aserrado de madera, hojas de madera	-3,6	-2,7
Hilatura, tejeduría y acabado de productos textiles	-5,1	-7,7
Fabricación de calzado	-7,3	-0,1
Artículos de viaje, bolsos y artículos similares	-12,0	-11,2
Carrocerías para vehículos automotores	-12,1	-8,8
Productos de tabaco	-13,6	-7,7
Industrias básicas de metales preciosos y metales no ferrosos	-15,7	-16,5
Aparatos e instrumentos médicos, ópticos y de precisión	-16,1	-10,2
Equipos y aparatos de radio, televisión y comunicaciones	-20,2	-22,3
Vehículos automotores y sus motores	-21,7	-25,0
Maquinaria de uso general	-23,9	-22,6

Nota: Se incluyeron únicamente las ramas de actividad que reportaron variaciones negativas en su producción real.

Fuente: DANE.

**Cuadro 2**  
**IMPACTO DEL CAMBIO DEL PRECIO DEL PETRÓLEO SOBRE LA ECONOMÍA COLOMBIANA**

Variable	Escenario base	Cambio en el precio del petróleo			
		20%	10%	-10%	-20%
Crecimiento económico	5,4	5,8	5,6	5,2	5,0
Minería	5,7	5,7	5,7	5,6	5,6
Industria	6,3	6,4	6,3	6,2	6,2
Exportaciones	7,0	7,4	7,2	6,8	6,6
Importaciones	15,5	17,1	16,3	14,7	13,9
Inflación	6,2	7,1	6,7	5,7	5,3
TCR (1994=100)	86,0	85,2	85,6	86,4	86,8
IED (USD Millones)	10.557	10.979	10.768	10.346	10.134

"Supuesto adicional: una variación en el precio del petróleo de 10% tiene un efecto sobre la inversión de 2%.

Nota: Este ejercicio incluye una desaceleración de la demanda de Venezuela proporcional a la variación en el precio del petróleo.

Fuente: Modelo de Equilibrio General de Fedesarrollo.

### Reducción del Índice de Confianza del Mercado (ICM)

En mayo, el Índice de Confianza del Mercado (ICM), compuesto por las expectativas sobre el desempeño de la economía, el comportamiento de la inflación y el spread, registró retroceso. Una medida del ICM por debajo del promedio implica una pérdida de confianza en el mercado por parte de los administradores. El ICM mostró una reducción de 1,14 puntos con respecto al registro inmediatamente anterior y de esta forma, se ubicó 0,66 desviaciones estándar por debajo del promedio. Este comportamiento negativo del ICM se debió a las menores expectativas de reducción de la inflación y a la mayor percepción de desaceleración de la economía. Por su parte, las expectativas sobre el comportamiento del spread se mantuvieron prácticamente inalteradas (Cuadro 1).

### Una menor proporción de administradores espera que la inflación ceda durante los próximos meses

En el mes de mayo la inflación observada aumentó. La variación mensual del IPC alcanzó un valor de 0,93%, 63 puntos básicos por encima del valor observado un año atrás. Igualmente, la variación anual del nivel de precios registró un incremento de 66 puntos básicos entre abril y mayo, al ubicarse en 6,39%. La mayor parte de este incremento se debe al aumento en los precios de los alimentos que, en lo corrido del año registran una variación de 9,74%. La intensificación del invierno en gran parte del territorio nacional y el incremento de los precios de los productos básicos y de los alimentos a nivel mundial, generaron problemas de oferta que presionaron los precios de este grupo de productos hacia arriba. Dado este escenario, el balance a la pregunta que recoge las expectativas de inflación de los administradores muestra un aumento de 48 puntos porcentuales (Cuadro 2). Si bien el balance de esta pregunta continúa ubicándose en terreno negativo, una menor proporción de administradores espera disminuciones en la inflación durante el próximo semestre (Gráfico 1). En mayo de 2008, 46% de los encuestados respondió que la inflación disminuirá en los próximos seis meses, mientras que un mes atrás 76% así lo afirmaba. Por otro lado, 31% de los administradores consideró que la inflación aumentará, mientras que en abril 13% de los encuestados había contestado de la misma forma. Lo anterior ubica al balance de esta pregunta en -15%.

### Política monetaria continúa siendo el principal factor de riesgo

Si bien durante el mes de mayo se registró una leve reducción en la proporción de administradores que percibe riesgo en la política monetaria, esta continúa siendo la principal preocupación a la hora de invertir. De hecho, 41% de los encuestados así lo manifestó. El segundo factor de riesgo continúa siendo la situación externa; 33% de los encuestados sigue percibiendo riesgo en torno a la situación de los mercados internacionales. Esta mayor percepción de riesgo en la esfera doméstica es consistente con la cifra de inflación del mes de mayo (Gráfico 2). En los primeros cinco meses del año la inflación alcanzó un valor de 5,12% (año corrido), lo que hace que el cumplimiento de la meta sea un hecho muy poco probable.

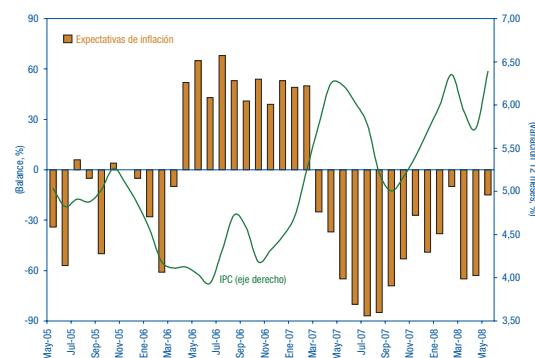
**Cuadro 1**  
EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS PARA LOS PRÓXIMOS SEIS MESES (% NETO)

	Abril 2008	Abril 2008	Cambio (puntos)
Tasa de interés Banco de la República	-13	13	26
Inflación	-63	-15	48
Tasa de cambio	-21	5	26
Spread	2	0	-2
Crecimiento económico	-63	-77	-14

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

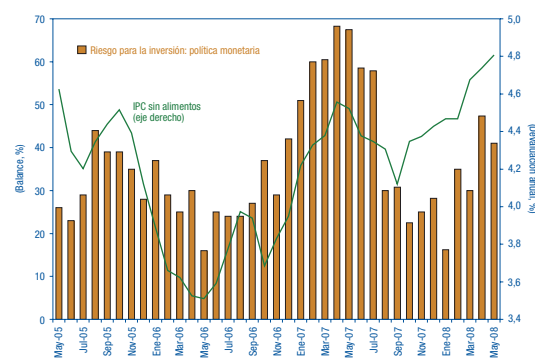
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC - Fedesarrollo.

**Gráfico 1**  
VARIACIÓN ANUAL IPC Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN PRÓXIMOS SEIS MESES



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

**Gráfico 2**  
VARIACIÓN ANUAL IPC (sin alimentos) Y RIESGOS PARA LA INVERSIÓN (política monetaria)



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



### La confianza de los consumidores cede terreno

La última medición de la Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC), realizada durante el mes de mayo, muestra que la confianza de los consumidores disminuyó. De hecho, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) alcanzó un valor de 21,4 puntos, cifra que se ubica 8,2 puntos por debajo del registro del mes de abril del presente año y, más importante aún, 0,3 puntos por debajo del valor observado en mayo de 2007 (Cuadro 1). A pesar de esta reducción en el nivel de confianza de los consumidores, el ICC sigue ubicándose en terreno positivo. No obstante, se observa una clara tendencia decreciente desde finales de 2007 (Gráfico 1).

Durante el mes de mayo se registraron retrocesos en todos los componentes del ICC (Gráfico 2). En primer lugar, los componentes que capturan las expectativas de los consumidores sobre la situación económica del país registran un importante retroceso. De hecho solo el 10,1% neto de los encuestados respondió que el clima económico del país será mejor durante el próximo año. Esta cifra se encuentra 12,2 puntos porcentuales por debajo del balance registrado durante el mes de abril del presente año. Adicionalmente, el 15,9% neto de los encuestados expresó que espera un mejor desempeño económico del país durante los próximos doce meses mientras que un mes atrás 19,6% así lo expresaba. En segundo lugar, los componentes que recogen tanto las expectativas como las percepciones sobre la situación económica de los hogares, registraron retrocesos. En efecto, el 4,7% neto de los individuos manifestó tener una percepción positiva sobre la situación actual de su hogar (cifra 10,3 puntos inferior a la registrada un mes atrás) y el 41,0% neto afirmó que espera una mejora en la situación económica de su hogar durante el próximo año (cifra 5,7 puntos inferior al registro del mes de abril de 2008). Por último, el componente que captura la disposición para la compra de bienes durables (muebles, electrodomésticos, etc.) por parte de los hogares también mostró un comportamiento negativo. Efectivamente, el 35,4% neto de los individuos respondió que está pasando por un momento adecuado para la compra de este tipo de bienes, mientras que un mes atrás el 44,6% así lo expresaba. Adicionalmente, vale la pena resaltar que este componente muestra una marcada reducción si se compara con el valor observado un año atrás puesto que este balance se encuentra 13,1 puntos porcentuales por debajo del registro de mayo de 2007. Aunque el balance permanece en terreno positivo, estos resultados sugieren que los hogares empiezan a sentir las restricciones para acceder al crédito y los aumentos en la tasa de interés.

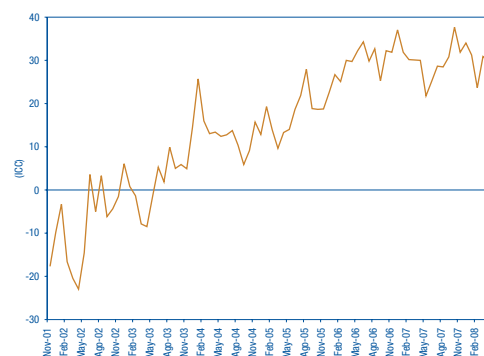
De manera análoga, tanto el Índice de Condiciones Económicas (ICE) como el Índice de Expectativas del Consumidor (IEC) muestran un comportamiento negativo. Por un lado el IEC alcanzó un valor de 22,3 puntos durante el mes de mayo, lo que significa un retroceso de 7,2 puntos con respecto al valor observado el mes inmediatamente anterior, pero un incremento de 6,4 puntos con respecto al registro del mes de mayo de 2007. Por otro lado, el ICE alcanzó un valor de 20,1 puntos,

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

	Mayo 2007	Abril 2008	Mayo 2008	Cambio mensual	Cambio anual
ICC	21,8	29,6	21,4	-8,2	-0,3
IEC	16,0	29,5	22,3	-7,2	6,4
ICE	30,5	29,8	20,1	-9,7	-10,4

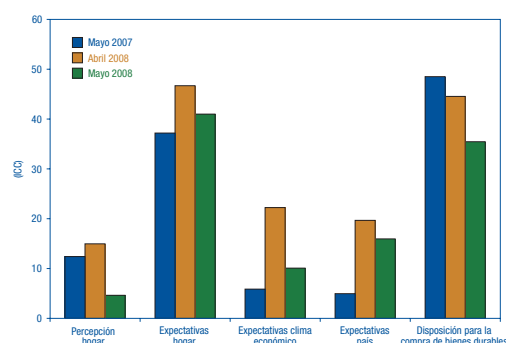
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo.

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



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

**Gráfico 2**  
COMPONENTES DEL ICC



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



mientras que un mes atrás había alcanzado los 29,1 puntos y en mayo de 2007 había registrado un valor de 30,5 puntos.

### ***Aumenta la confianza en los estratos altos***

Al desagregar el comportamiento del ICC según estratos socioeconómicos se observa que, la contracción del ICC registrada durante el mes de mayo, está asociada con deterioro de la confianza en los estratos medios y bajos. Por su parte, la confianza en los estratos altos registra un incremento de una magnitud importante: alcanzó un valor de 50,1 en mayo, cifra que prácticamente duplica el valor alcanzado el mes inmediatamente anterior. Por otro lado, la confianza de los estratos medios disminuyó 0,3 puntos en mayo al ubicarse en 18,0. Esta cifra se encuentra 1,8 puntos por debajo del registro de mayo de 2007. Finalmente, la confianza de los estratos bajos se ubicó en 19,8, cifra que se encuentra 0,4 puntos inferior al registro del mes inmediatamente anterior y 1,2 puntos inferior al registro del mes de mayo del año anterior (Gráfico 3).

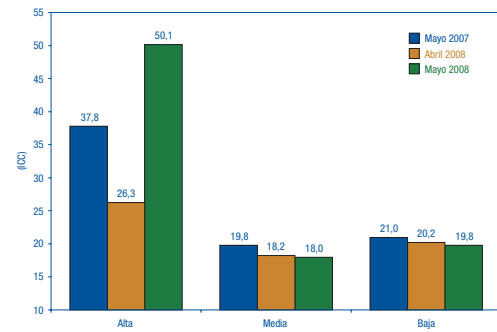
### ***Se deteriora la disposición para la compra de vivienda***

La disposición para la compra de vivienda continúa moderándose. Durante el mes de mayo, 60,7% de los hogares encuestados respondió que era un buen momento para comprar vivienda mientras que 36,7% expresó lo contrario. El 2,6% restante manifestó ser indiferente al respecto. De esa forma el balance a esta pregunta se ubica en 23,9%, lo que implica una reducción de 2,9 puntos con respecto al balance del mes inmediatamente anterior. Adicionalmente, esta cifra se encuentra 4,6 puntos por debajo del registro del año anterior (Gráfico 4). Los datos de área aprobada de vivienda según licencias de construcción muestran un descenso similar al registrado por la disposición de los hogares para comprar vivienda. En efecto, en abril de 2008 prácticamente no se registró crecimiento; el crecimiento del promedio móvil de orden 12 fue de 1%.

### ***Los hogares esperan un incremento en el nivel de precios***

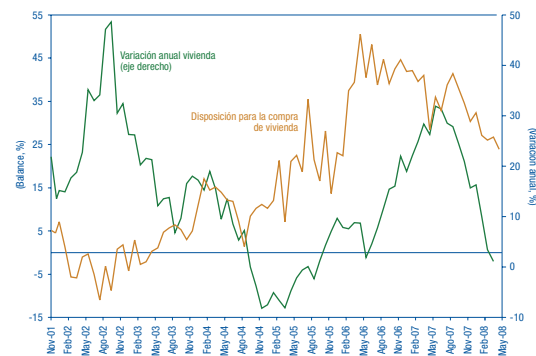
En mayo de 2008 una mayor proporción de los individuos encuestados manifestó que espera un mayor incremento en el nivel de precios durante el próximo año (Gráfico 5). El 76,8% de los individuos encuestados cree que las cosas subirán de precio durante los próximos doce meses, mientras que tan solo 4,3% cree que los precios bajarán. El 18,9% de los individuos cree que los precios se mantendrán iguales. De esta forma, el balance a esta pregunta alcanzó un valor de 72,5%, cifra superior en 2,5 puntos porcentuales a la registrada en abril. Este resultado refleja la tendencia creciente de dicho balance, pero más importante aún, muestra que las expectativas de inflación de los agentes empiezan a incrementar.

**Gráfico 3**  
ICC POR ESTRATOS SOCIOECONÓMICOS



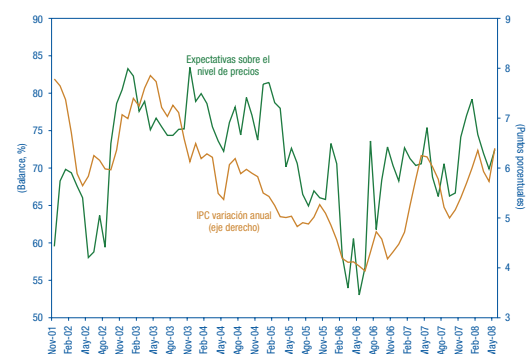
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo. DANE.

**Gráfico 4**  
DISPOSICIÓN PARA LA COMPRA DE VIVIENDA VERSUS ÁREA APROBADA DE VIVIENDA SEGÚN LICENCIAS



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

**Gráfico 5**  
EXPECTATIVAS NIVEL DE PRECIOS VERSUS INFLACIÓN ANUAL



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

### Indicador de confianza industrial se mantiene en terreno negativo

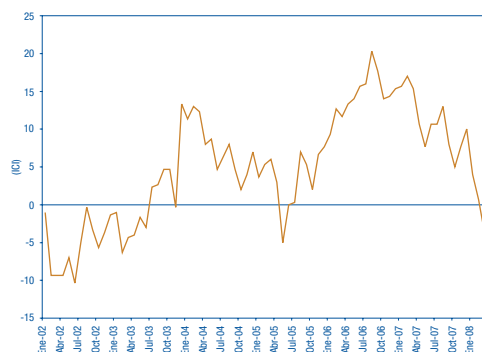
La última medición de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE), realizada en abril de 2008, muestra que el nivel de confianza de los empresarios se mantiene estable. Por segundo mes consecutivo, el Índice de Confianza Industrial (ICI) se ubicó en terreno negativo, alcanzando un valor de -4 puntos (Gráfico 1). El resultado del mes de abril se encuentra 15 puntos por debajo del valor observado un año atrás (abril de 2007). De esta forma, el ICI ha mostrado una tendencia decreciente desde mediados de 2006; la cual se ha consolidado durante 2008, puesto que en lo corrido del año se ha registrado una reducción de 14 puntos en el nivel de confianza.

Los componentes del ICI en abril (nivel de existencias al final del mes, nivel actual de pedidos y expectativas de producción durante los próximos tres meses) muestran un estancamiento con respecto al mes anterior, periodo en el cual se registraron valores comparables con aquellos observados a finales de 2005 (Gráfico 2). En primer lugar, el balance de respuestas sobre el nivel de existencias al finalizar el mes se mantuvo inalterado con respecto al mes anterior; el porcentaje neto de empresarios que respondió manejar niveles grandes de existencias se ubicó en 10% en abril de 2008. Lo anterior corresponde a que 19% de los empresarios manifestó manejar niveles grandes de existencias, mientras que 72% manifestó manejar niveles normales y 9% niveles pequeños. En segundo lugar, el 8% de los empresarios respondió manejar niveles altos de pedidos mientras que el 36% manifestó manejar niveles bajos. De esta forma, el balance de esta pregunta alcanzó un valor de -28%, cifra que se ubicó un punto porcentual por encima del registro del mes inmediatamente anterior. Finalmente, el componente que captura las expectativas de producción de los empresarios registró un comportamiento levemente negativo durante el mes de abril. El 36% de los empresarios encuestados manifestó que espera incrementar su producción durante los próximos tres meses mientras que el 54% espera que su producción permanezca estable y el 10% restante espera producir menos. Así, el balance de la pregunta que captura las expectativas de producción registró un retroceso de 2 puntos al alcanzar un 28% neto.

### Los resultados de la encuesta son consistentes con el comportamiento real de la industria

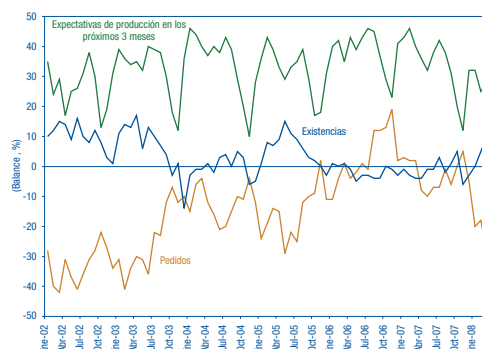
Si bien durante el mes de abril, no se registró un mayor deterioro de dichos indicadores, la confianza industrial continúa ubicándose en terreno negativo. Este hecho es de particular importancia, si se tiene en cuenta que al analizar los datos históricos existe una correlación positiva y significativa entre este indicador y el comportamiento de la producción industrial (la correlación entre el ICI en el momento  $t$  y la variación anual del IPI en el momento  $t+1$  es de 0,71). En efecto, lo que se observa es

**Gráfico 1**  
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL (ICI)



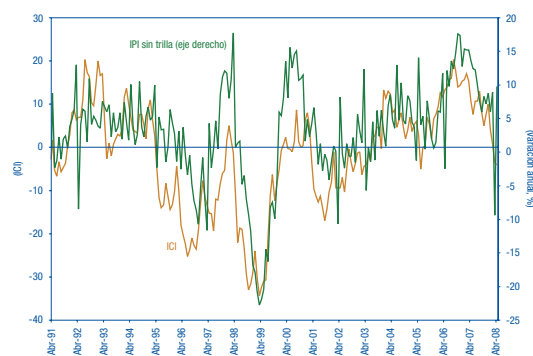
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

**Gráfico 2**  
COMPONENTES DEL ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL (ICI)



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

**Gráfico 3**  
ICI VERSUS IPI REAL  
(sin trilla de café)



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

que la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) ha sido un buen predictor del comportamiento del sector real, más específicamente del sector industrial (Gráfico 3).

**Módulo especial trimestral: firmas exportadoras**

Trimestralmente, la Encuesta de Opinión Empresarial incluye módulos especiales que indagan sobre temas de particular importancia para la industria. El módulo especial correspondiente al mes de abril de 2008 recoge las percepciones que tienen los empresarios dedicados a actividades exportadoras. En este aparte se evalúa la rentabilidad de la actividad exportadora durante el último trimestre (enero – abril de 2008). El balance a esta pregunta alcanzó un valor de -64,1%, es decir 9,4 puntos porcentuales por debajo del registro del trimestre inmediatamente anterior (noviembre 2007 - enero 2008). Lo anterior refleja que la revaluación del peso a raíz de la mayor entrada de capitales de largo plazo (principalmente IED) ha disminuido significativamente la rentabilidad de la actividad exportadora (Gráfico 4).

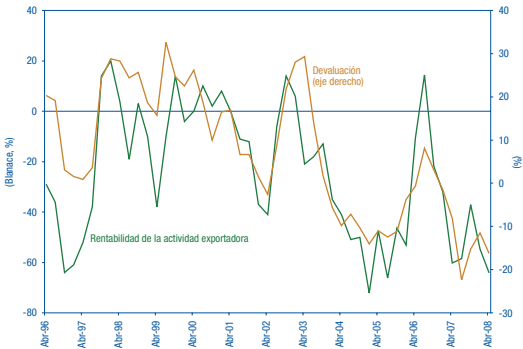
Dado lo anterior, y teniendo en cuenta las expectativas de una mayor revaluación de la tasa de cambio, los empresarios esperan exportar menos durante el próximo trimestre. De hecho, en abril el porcentaje neto de empresarios que así lo expresa se ubicó en terreno negativo por primera vez desde octubre de 1998. Esto corresponde a que 20% de los encuestados piensa que sus exportaciones aumentarán, el 58% que estas se mantendrán inalteradas y el 22% restante que estas disminuirán. Así el balance a esta pregunta se encuentra en -2%, cifra inferior en 17 puntos porcentuales al registro inmediatamente anterior (Gráfico 5).

**Aumenta la confianza de los comerciantes**

En abril de 2008 se registró un aumento en la confianza de los comerciantes. El Índice de Confianza Comercial (ICCO) alcanzó un valor de 21 puntos, lo que se traduce en un incremento de 6 puntos con respecto al registro del mes inmediatamente anterior. Sin embargo, la confianza comercial se encuentra 5 puntos por debajo del registro del mes de abril del año anterior (Gráfico 6).

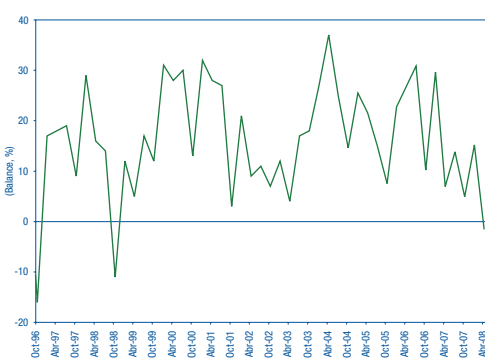
Al desagregar el ICCO según sus componentes la percepción sobre la situación económica actual, las expectativas sobre la situación económica durante el próximo semestre y el nivel actual de existencias) se hace evidente que la recuperación de la confianza se debe en gran parte a la reducción de las existencias y a la mejora en la percepción sobre la situación económica actual. En efecto, el balance a la pregunta sobre el nivel de existencias se redujo en 10 puntos porcentuales, al ubicarse en 12%, mientras que el balance sobre la percepción de la situación actual de la economía mostró un incremento de 6 puntos. Finalmente, las expectativas sobre la situación económica durante el próximo semestre registró un incremento de 2 puntos entre los meses de febrero y abril de 2008.

**Gráfico 4**  
RENTABILIDAD EXPORTADORA VERSUS DEVALUACIÓN ANUAL



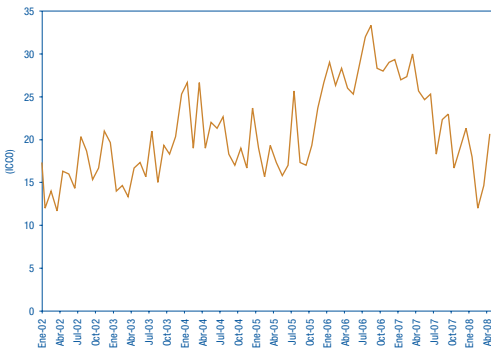
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo. Banco de la República.

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



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

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



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

TASA DE CAMBO NOMINAL



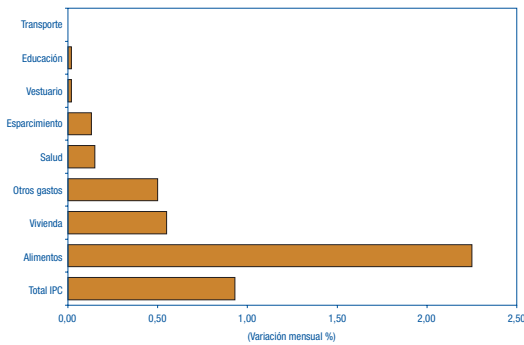
Fuente: Grupo AVAL.

TASAS TES JULIO 2020



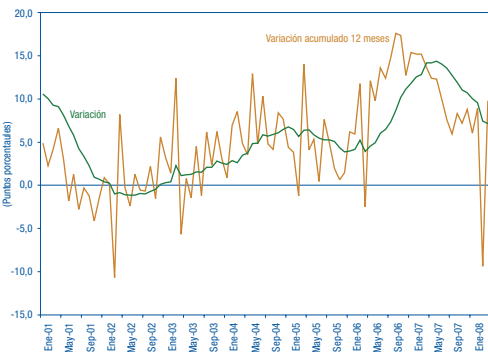
Fuente: DANE. Muestra Mensual Manufacturero.

VARIACIÓN MENSUAL DEL IPC POR TIPOS DE GASTO (mayo 2008)



Fuente: DANE.

ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL REAL SIN TRILLA DE CAFÉ



Fuente: DANE.

PROYECCIONES PIB COLOMBIA  
(Crecimiento real anual, %)

Institución	Proyección PIB (%)	
	2008	2009
Fedesarrollo	5,4	4,8
Consensus (promedio)	5,4	5,0
Más alto	6,0	6,5
Más bajo	4,9	4,5
Desviación estándar	0,4	0,6

Fuente: *Latinamerican Consensus Forecast.*