

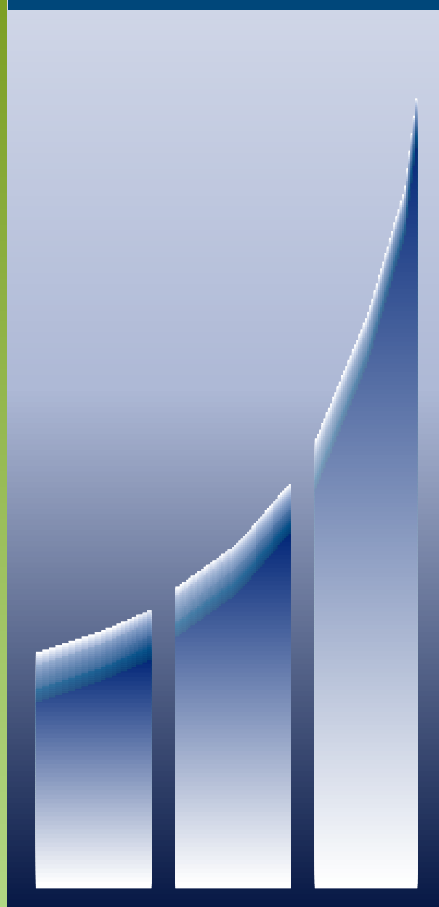
ISSN 1692-035X

# TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

62

Junio de 2007



## FEDESARROLLO

**Director Ejecutivo**  
Mauricio Cárdenas S.

## TENDENCIA ECONÓMICA

**Directora**  
Natalia Salazar F.

**Investigadores asistentes**  
Óscar Becerra C.  
Carlos Felipe Prada L.

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: La Comisión Independiente del Gasto: recomendaciones para una Política Fiscal Contracíclica

Actualidad: Un balance de la situación fiscal en Colombia

Encuesta de Opinión Financiera

Encuesta de Opinión del Consumidor

Encuesta de Opinión Empresarial

Indicadores Económicos



## EDITORIAL

***La Comisión Independiente del Gasto: recomendaciones para una Política Fiscal Contracíclica***

Después de tres semanas de trabajo, a comienzos de junio se dio a conocer el Informe de la Comisión Independiente del Gasto Público (CIGP). Este informe es corto, está escrito en lenguaje sencillo y contiene recomendaciones concretas en materia de política fiscal, tanto para el corto plazo, como para el mediano plazo y otras de carácter más estructural.

La Comisión hace un llamado a la objetividad y al pragmatismo, tanto por parte de quienes hacen la política económica, como de quienes la analizan y la viven (empresarios y familias colombianas). Por ello aclara que no está del lado de la complacencia que piensa que todo lo que había que hacer ya se hizo. Sin embargo, tampoco apoya el fatalismo de quienes opinan que el país está al borde de una crisis. Es decir, reconoce que se ha avanzado en el camino de la sostenibilidad fiscal, pero anota y reitera que aún hay camino por recorrer.

Sus propuestas no son nuevas y tampoco intentaron serlo. El valor que tienen es que están recogidas en un documento donde son expuestas de manera sencilla, son positivas para que el crecimiento sea sostenible y, lo más importante, son viables tanto técnica, como políticamente. Atendiendo a su naturaleza de organismo ad-hoc y asesor, la Comisión dejó en manos del Gobierno la decisión de cuáles recomendaciones adoptará y cuáles no y la prioridad que dará a cada una de ellas.

El análisis de la Comisión parte de tres premisas fundamentales: 1) la economía está atravesando por un gran momento, como resultado de factores tanto internos como externos; 2) el nivel actual de la deuda pública es elevado, independientemente

de cómo se mida y el gasto del sector público crece a un ritmo acelerado; y 3) algunos factores coyunturales establecen retos importantes a la política económica: el comportamiento de la inflación y la tasa de cambio.

El mensaje central de la Comisión es que para mantener tasas saludables de crecimiento económico, para asegurar la sostenibilidad de las finanzas públicas y para contribuir al alivio de los retos de la coyuntura (la inflación y la revaluación), el mejor ingrediente que se le puede añadir a la receta es un mayor esfuerzo de ahorro por parte del Gobierno. ¿Cómo lograrlo? La Comisión recomienda dos cosas: reducir el nivel de la deuda pública y del ritmo de crecimiento del gasto y aumentar la eficiencia de este último.

La reducción del nivel de deuda y del crecimiento del gasto contempla varias acciones. De inmediato, recomienda un recorte de gastos de \$1,5 billones para este año (aproximadamente medio punto del PIB), lo cual debe reducir la base sobre la cual se estima su crecimiento a futuro. Para el año 2008 (y hasta el 2010), el Gobierno debe asegurar que los gastos crecerán, en términos reales, a un ritmo menor al de la economía. De manera importante, se plantea que debe haber un compromiso para que los ingresos recaudados por encima de lo presupuestado se ahorren y destinen al pago de deuda pública. Así mismo, recomienda continuar con el proceso de privatizaciones (56% de ISA, 25% adicional de Isagén, Urrá y Corelca). El producto de estas ventas, junto con los recursos del FAEP que entrarán al Presupuesto por la Capitalización de Ecopetrol, debe, también, destinarse a pagar deuda. En el mediano plazo, el Gobierno Nacional Central debe apuntar a generar un superávit primario estructural de 2% del PIB. Estas medidas lograrán reducir la deuda pública en 5 puntos del PIB durante los próximos 5 años.

En cuanto a la eficiencia del gasto, la Comisión hace también varias propuestas. Lo primero es reducir el rezago en materia de infraestructura a través de la creación de una gerencia de proyectos privados en el Ministerio de Hacienda. Por otra parte, recomienda que, así como el Gobierno Nacional Central le asegura a las regiones que los recursos que reciben por el SGP (casi seis puntos del PIB en 2007) no disminuirán aún si la economía entra en recesión, debe demandar en contraprestación un mayor aporte local para la financiación de programas que, de acuerdo con las normas, sean competencia de departamentos, municipios y distritos. Son de particular importancia la red secundaria y terciaria de carreteras, los sistemas de transporte masivo, la atención a la población desplazada y la Red de Protección Social para la Superación de la Pobreza Extrema (JUNTOS). Es decir, la Comisión recomienda movernos más fuertemente hacia una verdadera descentralización, en la que los gobiernos locales asuman sus responsabilidades de manera más directa. Otra de las recomendaciones es la revisión de la definición de gasto social incluida en el Estatuto Orgánico de Presupuesto, de manera que no sea tan amplia y sólo cubra lo contemplado en la Constitución (salud, educación, saneamiento ambiental y agua potable). Ello es fundamental desde el punto de vista de la flexibilidad en materia de asignación de gasto y de sostenibilidad fiscal.

Las propuestas de la Comisión apuntan a facilitar la posibilidad de que el Gobierno adopte una política fiscal contracíclica, aspecto sobre el cual Fedesarrollo ha insistido reiteradamente en

los últimos tiempos. En efecto, todos los ejercicios académicos realizados para el caso colombiano, algunos con cifras hasta 2006, han concluido que en las últimas décadas Colombia ha mantenido una política fiscal procíclica, por lo que en épocas de alto crecimiento económico el gobierno no ahorra. En consecuencia, en los momentos de recesión, en los que los ingresos tributarios se reducen, las necesidades de gasto aumentan y el acceso del país a los mercados de capitales internacionales se hace más difícil, al Gobierno no le queda otra salida que recortar el gasto. Lo más grave es que generalmente el gasto que primero se reduce es el de inversión, que es el que cuenta con algún grado de flexibilidad. Así, en lugar de suavizar los efectos del menor crecimiento económico (manteniendo los niveles de gasto e impulsando la demanda agregada), estos se amplían y se profundizan. Lo que es aún peor, la reducción del gasto por lo general implica menores inversiones en sectores clave como infraestructura, educación y salud, transmitiendo de esta manera los efectos de la recesión a las futuras generaciones y reduciendo las posibilidades de crecimiento mucho más allá de la duración de la recesión.

En la actualidad estamos en la fase alta del ciclo. El crecimiento económico, el comportamiento de los ingresos del Gobierno y el acceso a los mercados financieros de capital no podían ser más satisfactorios. Pocas veces en las últimas décadas se han conjugado condiciones tan favorables para la economía colombiana. Este buen desempeño económico ha favorecido los resultados fiscales. En efecto, de acuerdo con la Comisión, más o menos 0,7-0,8 puntos del déficit del GNC en 2006 (4,1% del PIB para el total y 0,3% del PIB para el primario), obedeció a los efectos del ciclo. Eso quiere decir que si se descuenta el componente cíclico, el resultante déficit *total estructural* del GNC, el que refleja la verdadera postura de largo plazo de la política fiscal, estaría alrededor de 5% del PIB y su déficit *primario estructural* alrededor de -0,5% del PIB, algo que es elevado para un momento económico tan favorable. Debe reconocerse que en este resultado se incluye el pago de pensiones del ISS que el Gobierno tuvo que asumir por agotamiento de las reservas en 2004, que vale 1,3% del PIB y se va ir reduciendo en los próximos 15 años hasta llegar a cero. Si bien esta no fue una decisión de gasto discrecional, sino que le fue “impuesta”, por decirlo así, no cambia la conclusión sobre la magnitud del ahorro que debe hacer el GNC. Por ello, la Comisión concluye que es necesario un esfuerzo en materia de ahorro en que el GNC llegue a un superávit *primario estructural* de por lo menos 2% del PIB y lo mantenga hacia el futuro. La idea de que la regla se fije sobre el balance estructural es que garantiza que en épocas de vacas gordas se va a ahorrar y en épocas de vacas flacas esos ahorros van a ser beneficiosos para la economía.

Si bien la adopción de una regla fiscal puede tomar su tiempo, es imperante que el gobierno comience a colaborar desde ahora con la moderación del crecimiento de la demanda agregada. Las cifras del primer trimestre del año así lo demuestran. El PIB creció a una tasa excepcional del 8% y la demanda, a un ritmo de 11%. Si bien esto es una gran noticia, también indica que el crecimiento de la demanda sigue superando el de la oferta, que las presiones inflacionarias no han cedido y que puede ampliarse el déficit en cuenta corriente para el año 2007. De hecho, la mayoría de las proyecciones de balanza de pagos indican que éste podría

ubicarse entre 3% y 4% del PIB, algo que, además de reflejar el crecimiento de la demanda por encima de la capacidad de ahorro de la economía, también significaría un riesgo en la eventualidad de una reducción de los flujos de capital hacia el país. Para esto lo mejor es estar bien parados, con una posición externa y fiscal manejable. Dado lo anterior, es entendible que el Banco de la República siga en su intención de moderar la demanda a través de incrementos en su tasa de interés. Sin embargo, la tasa de interés tiene principalmente un efecto sobre el gasto del sector privado (consumo e inversión). El del Gobierno, que es un componente importante de la demanda agregada es, por así decirlo, exógeno y su crecimiento se modera mediante decisiones por el lado de los gastos y de los impuestos.

Sobre las recomendaciones de la Comisión y el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP), vale la pena reconocer que éste acogió varias de las propuestas de la Comisión, particularmente en lo que tiene que ver con privatizaciones. Las privatizaciones resultan importantes. Primero, si se tiene en cuenta que el ahorro del GNC en pago de intereses de deuda es mayor que los ingresos que estas empresas le transfieren. Segundo, porque permiten acelerar el tránsito hacia superávits primarios más altos. Así mismo, las cifras suponen que el crecimiento de los gastos del GNC será igual al de la economía, lo cual si bien es un avance, podría haber sido más contundente. Por último, todo parece indicar que el Gobierno está trabajando en el recorte del Presupuesto de 2007, lo cual sería a todas luces una decisión acertada.

Sin embargo, es importante anotar que el resultado del GNC en 2007 y 2008 sigue siendo explicado en medida importante por el satisfactorio comportamiento de los ingresos tributarios. Es más, en 2008, el GNC contará con ingresos extraordinarios resultantes del traslado de una parte importante de los recursos del FAEP y también del aplazamiento del recaudo de la segunda cuota del impuesto al patrimonio, programada inicialmente para 2007. Ha surgido una discusión sobre la forma de registrar contablemente el traslado de los recursos del FAEP al GNC. El Gobierno lo registró “por encima de la línea”, es decir como un ingreso que financia parte del gasto, y por lo tanto el déficit del GNC alcanza 3,2% del PIB en 2008. El Gobierno ha indicado que ésta es la forma como se han contabilizado en el pasado otras descapitalizaciones del FAEP. Sin embargo, otra línea de argumentación sugiere que esta operación corresponde a la liquidación de un activo, por lo cual debería registrarse “por debajo de la línea”, como financiamiento. Ello implicaría un mayor déficit del GNC, de 3,8% del PIB, pero habría un cambio en la composición del financiamiento (frente al escenario en donde se utiliza la otra forma de contabilización) pues 0,6% del PIB provendría de los recursos del FAEP. Si bien la discusión sobre la forma de contabilización resulta totalmente válida, sobre todo por las diferencias que resultan en términos del tamaño del déficit del GNC, es importante anotar también que, en ambos escenarios, los gastos del GNC crecen al mismo ritmo que la economía, y al final, las necesidades de endeudamiento para 2008 son equivalentes.

Para resumir, Fedesarrollo quiere manifestar su total acuerdo e insistir en la recomendación central del informe de la Comisión: lo fundamental es que el Gobierno adopte la política fiscal que necesita el país, una política fiscal contracíclica.

### Un balance de la situación fiscal en Colombia

En los últimos días el tema fiscal ha vuelto al centro de la discusión económica. Las noticias son alentadoras, las firmas calificadoras Standard & Poor's y Fitch elevaron sus calificaciones de la deuda externa colombiana (de BB+ a BBB- y de BB a BB+, respectivamente), lo cual constituye un avance en la búsqueda del grado de inversión perdido a comienzos de la década. Por su parte, las recomendaciones emitidas por la Comisión del Gasto Público fueron compartidas por amplios sectores de la opinión. El mensaje fue claro: si bien vamos por buen camino, es necesario realizar esfuerzos adicionales para consolidar el crecimiento económico sobre una senda de largo plazo superior a la observada en décadas anteriores. Dentro de estos esfuerzos, una reducción del ritmo de crecimiento del gasto del Gobierno Nacional juega un papel importante.

Adicionalmente, el Ministerio de Hacienda publicó recientemente el Marco Fiscal de Mediano Plazo, en el cual se consigna la carta de navegación de la política fiscal colombiana para los próximos dos años. Aunque en este informe se observan algunos avances en el control del crecimiento del gasto público (incluyendo algunas de las recomendaciones de la Comisión del Gasto), como se verá más adelante, parte de la reducción del déficit fiscal se fundamenta en factores coyunturales. Por eso, en esta ocasión dedicamos esta sección de *Actualidad* a analizar la situación fiscal, cuáles han sido los determinantes de la mejora observada desde comienzos de la década y cuáles son las perspectivas a las que se enfrenta la economía colombiana en los próximos años.

### Evolución reciente del balance fiscal en Colombia

En los últimos cinco años, el balance fiscal del Sector Público Consolidado (SPC) ha mostrado una notable mejoría. En efecto, el déficit pasó de 3,2% del PIB en 2001 a 0,8% del PIB durante 2006, pasando por una situación de equilibrio en 2005. Este resultado fue consecuencia de múltiples factores, entre los que

se destacan un creciente superávit del Sector Descentralizado, el cual pasó de 2% del PIB en 2001 a 3,1% del PIB en 2006; una reducción del déficit del Gobierno Nacional Central (GNC) de 5,8% del PIB a 4,1% en este mismo período; un comportamiento estable de los balances fiscales del Banco de la República y del Fogafín y una reducción de los costos fiscales asociados con la reestructuración financiera (Cuadro 1).

De la misma forma que en el caso del Sector Público Consolidado, el déficit del Gobierno Nacional Central registró una importante disminución en los últimos años, pasando de 5,8% del PIB en 2001 a 4,1% del PIB en 2006. Pese a que este resultado es alentador y que se dio aún teniendo que asumir el gobierno el pago de las pensiones del ISS desde 2004 (por valor cercano a 1,3% del PIB), vale la pena destacar que, comparado con varios países de América Latina, el déficit fiscal continúa en niveles altos y además, que una parte importante de la mejora está asociada a factores coyunturales.

Con respecto a esto último, sobresale el efecto positivo que ha tenido la expansión económica de los últimos años sobre la reducción del déficit del GNC. Por ejemplo, durante 2006, los ingresos totales del GNC exhibieron un notable incremento, pasando de 16,1% del PIB en 2005 a 17,6% en 2006. Esta mejoría se explica por un aumento de los ingresos relacionados con el impuesto a la renta (0,6% del PIB entre 2005 y 2006), IVA externo (0,5% del PIB) y un incremento de los ingresos de capital, que aumentaron 0,3% del PIB en este mismo período, principalmente por los excedentes financieros provenientes de Ecopetrol (\$ 2 billones). El alto nivel de los precios del petróleo fue un determinante importante de los buenos resultados de la estatal petrolera. Por el lado de los gastos, la liquidez internacional y el comportamiento favorable de los fundamentales de los países emergentes, contribuyeron al mantenimiento de bajas tasas de interés, a la reducción de los spreads y a la revaluación de la tasa de cambio. Este panorama resultó propicio para que el Ministerio de Hacienda emprendiera un cambio en la composición del endeudamiento de la Nación, pasando de una relación de deuda interna-deuda externa de

**Cuadro 1**  
BALANCE FISCAL DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO  
(% del PIB)

Concepto	2001	2002	2003	2004	2005	2006*	2007**	2008**
Sector Público No Financiero	-3,7	-3,8	-2,5	-1,4	-0,3	-1,0	-1,2	-1,7
<b>Gobierno Nacional Central</b>	<b>-5,8</b>	<b>-6,1</b>	<b>-5,0</b>	<b>-5,5</b>	<b>-4,8</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,2</b>
Sector Descentralizado	2,0	2,3	2,5	4,1	4,5	3,1	2,3	1,5
Balance cuasifiscal del Banco de la República	0,7	0,8	0,6	0,5	0,2	0,4	0,5	0,3
Balance de Fogafín	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Costo de la Reestructuración Financiera	-0,7	-0,6	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3
Discrepancia Estadística	0,3	-0,3	-0,7	-0,3	0,3	-0,2	0,0	0,0
Sector Público Consolidado	-3,2	-3,6	-2,7	-1,3	0,0	-0,8	-0,9	-1,4

\*Preliminar; \*\*Proyectado.

Fuente: Confis y Marco Fiscal de Mediano Plazo.

50%-50% a una de 65%-35%. Como resultado, el pago de intereses de deuda externa se redujo en 0,3% del PIB, mientras que los intereses de deuda interna aumentaron en 0,9% del PIB entre 2005 y 2006. Finalmente, durante 2006 los gastos de funcionamiento disminuyeron en 0,3% del PIB, pasando de 15,6% en 2005 a 15,3% del PIB en 2006.

### **La política fiscal y su relación con el ciclo económico**

Como se mencionó en el *Editorial*, es deseable que la política fiscal mantenga un comportamiento anticíclico. Esto quiere decir que en momentos en los cuales la economía se encuentra en una fase expansiva del ciclo, el gobierno debe incrementar su ahorro para que cuando lleguen períodos económicos menos favorables, este ahorro se convierta en un factor que impulse la demanda, y de esta manera, suavice la amplitud del ciclo económico y evite que los efectos negativos de la recesión se transmitan a generaciones siguientes.

En diferentes trabajos académicos se ha estudiado qué tan procíclica o anticíclica ha sido la política fiscal colombiana. Con este fin, estos ejercicios aplican metodologías que permiten identificar el componente cíclico y el estructural de los balances fiscales primario (descontando los pagos por intereses) y general<sup>1</sup>. Como su nombre lo indica, el componente cíclico es la parte del déficit o superávit que se encuentra explicado por factores coyunturales (por ejemplo, las variaciones en los ingresos tributarios relacionados con una expansión de la producción por encima de su nivel potencial, o cuando el GNC recibe mayores excedentes de Ecopetrol por los elevados precios del petróleo), mientras que el componente estructural muestra el balance fiscal de la economía descontando el efecto cíclico, es decir, aquel que se observaría en condiciones de largo plazo dadas unas condiciones de equilibrio en la economía y unos fundamentales en sus niveles de largo plazo. De esta manera, el balance estructural es un reflejo de la postura de largo plazo de la política fiscal. La relación entre esta medida de déficit y el ciclo económico permite analizar si la política fiscal ha desempeñado un papel procíclico o anticíclico (es decir, analizar si cuando la economía crece se hace un esfuerzo por ahorrar y cuando el crecimiento es pobre o negativo el gasto público compensa, en parte, la baja demanda agregada).

El resumen de los principales resultados de cada uno de estos trabajos se encuentra en el Cuadro 2. Pese a que cada estudio trata rasgos particulares de la situación fiscal, los resultados son similares: en las últimas décadas, una parte importante del déficit fiscal colombiano se ha explicado por el componente estructural y además, el déficit estructural está relacionado positivamente con el ciclo económico, es decir, cuando el crecimiento de la

economía supera su nivel de pleno empleo, el déficit tiende a profundizarse, evidenciando el carácter procíclico de la política fiscal. En el estudio más reciente del Banco de la República<sup>2</sup>, se estima que en 2006 los componentes asociados con los efectos de corto plazo contribuyeron a reducir el déficit del GNC en 0,8% del PIB, por lo que el déficit estructural se encuentra en niveles cercanos a 5,0% del PIB, cifra que es elevada, teniendo en cuenta las condiciones actuales de la economía. Es preciso mencionar, sin embargo, que este resultado incluye el pago de pensiones del ISS que el Gobierno tuvo que asumir, debido al agotamiento de las reservas en 2004, cuyo monto equivale en la actualidad a cerca de 1,3% del PIB y se va ir reduciendo en los próximos 15 años hasta desaparecer. Si bien esta no fue una decisión de gasto discrecional, sino que le fue “impuesta” al Gobierno, no le resta importancia a la necesidad de que se genere un mayor nivel de ahorro en el GNC.

### **Perspectivas para el mediano plazo**

El Ministerio de Hacienda publicó el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP), la hoja de ruta de las finanzas públicas para los próximos años. De acuerdo con las proyecciones consignadas en este documento, el déficit fiscal mostrará una evolución favorable en 2007 y 2008, ubicándose alrededor de 3,4% y 1,2% del PIB para el Gobierno Nacional Central y el Sector Público Consolidado, respectivamente (Cuadro 1). Adicionalmente, con respecto al balance primario, el MFMP supone un superávit primario de 0,8% del PIB y 1,2% del PIB para el GNC y el SPC.

Al interior de este informe, vale la pena tener en cuenta varias consideraciones. Como ya se mencionó, parte de la mejoría de la situación fiscal descansa sobre una serie de factores relacionados con la coyuntura económica, que beneficiarán los ingresos corrientes de la Nación en el corto plazo. En efecto, aunque se espera que los recursos asociados con los gravámenes internos y externos muestren una leve disminución en los próximos dos años, se estima que los ingresos tributarios se mantendrán estables entre 2007 y 2008, debido al efecto compensatorio que tendrán los pagos reportados por el impuesto al patrimonio (\$4,1 billones entre 2007 y 2008, 1,1% del PIB).

Con respecto a los ingresos no tributarios, el MFMP contempla el aumento de los ingresos de capital por la transferencia de recursos provenientes del Fondo de Ahorro para la Estabilización Petrolera (FAEP). El artículo 143 del Plan Nacional de Desarrollo “libera a Ecopetrol de la obligación de realizar ahorros en el FAEP y traslada al Gobierno Nacional la propiedad del saldo correspondiente a Ecopetrol”<sup>3</sup>, lo que se ha contabilizado como un ingreso adicional para la Nación de \$2,4 billones en 2008

<sup>1</sup> En la mayoría de estos trabajos, debido a la disponibilidad de información y a la compatibilidad de las cifras, el déficit que se estudia es el del GNC.

<sup>2</sup> Lozano, I. y J. Toro (2007). “Fiscal Policy throughout the Cycle: The Colombian Experience”. Borradores de Economía 434.

<sup>3</sup> Marco Fiscal de Mediano Plazo 2007. Página 122.

**Cuadro 2**  
RESUMEN DE ESTUDIOS ACERCA DE LA RELACIÓN ENTRE LA POLÍTICA FISCAL Y EL CICLO ECONÓMICO

Estudio	Metodología	Unidad de análisis	Período	Resultado
Salazar N. y D. Prada (2003)	Balance Estructural	GNC	1980-2002	Política fiscal procíclica
Rincón H., J Berthel y M. Gómez (2003)	Balance Estructural	GNC	1980-2002	Déficit es de carácter estructural
Lozano L. y C. Aristizabal (2003)	Balance Estructural; Impulso fiscal	GNC y SPNF	1990-2002	Déficit es de carácter estructural; política fiscal procíclica
Cárdenas, Mejía y Olivera (2006)	Correlación entre componentes cíclicos de gasto público y PIB; Impulso fiscal	GNC	1981-2005	Política fiscal procíclica
Lozano L. y J. Toro (2007)	Balance estructural	GNC y SPNF	1960-2005	Política fiscal procíclica

(0,6% del PIB). Al igual que los favorables ingresos tributarios, los nuevos ingresos de capital provenientes del FAEP tienen un carácter transitorio, por lo que si bien estos contribuirán a reducir el déficit fiscal del GNC entre 2008 y 2010, la necesidad de generar un mayor ahorro hacia delante no está todavía resuelta.

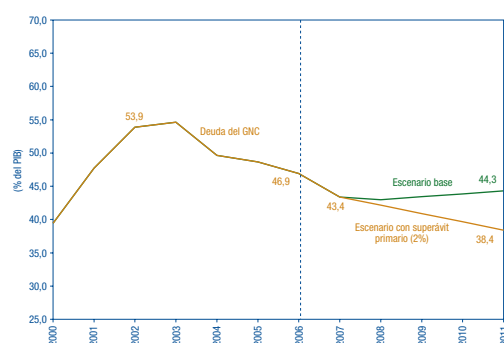
Con relación a este último punto, ha surgido una discusión acerca de cuál es la forma correcta de registrar contablemente el traslado de los recursos del FAEP al GNC. El Gobierno lo registró “por encima de la línea”, es decir como un ingreso lo que lleva a un déficit del GNC de 3,2% del PIB en 2008. El Gobierno ha indicado que ésta es la forma como se han contabilizado en el pasado otras descapitalizaciones del FAEP. Sin embargo, otra línea de argumentación sugiere que esta operación corresponde a la liquidación de un activo, por lo cual debería registrarse “por debajo de la línea”, como un financiamiento. Al no contabilizarse como un ingreso, habría un mayor déficit del GNC, de 3,8% del PIB para 2008. Pero al registrarlo por “debajo de la línea” habría un cambio la composición del financiamiento; 0,6% del PIB de los recursos de financiación requeridos provendría del FAEP. Si bien la discusión sobre la forma de contabilización resulta totalmente válida, sobre todo por las diferencias que resultan en términos del tamaño del déficit del GNC, es importante anotar también que, en ambos escenarios, al no cambiar las decisiones de gasto, las necesidades de endeudamiento para 2008 son equivalentes.

Por el lado de los egresos, se destacan algunos avances contemplados en el MFMP con respecto a la moderación del gasto público. En este aspecto, el MFMP considera dos estrategias, que resultan acordes con algunas de las recomendaciones de la Comisión Independiente del Gasto Público. Por un lado, las proyecciones de los diferentes gastos de la Nación (excepto los que se encuentran relacionados con los ingresos adicionales del impuesto al patrimonio) se mantienen en línea con el crecimiento de la economía, lo que contribuirá a desacelerar la expansión que ha venido presentando el gasto. Por otro lado, se establece un límite para el endeudamiento neto máximo del GNC, el cual se fijó en 40% del PIB para 2007, cifra que se irá reduciendo hasta llegar a 35% del PIB en 2018. Para esto, se propone una meta de superávit primario de 2,0% para el sector público no financiero y de 0,7% del PIB para el GNC en el mediano plazo, y la venta de las participaciones del Gobierno Nacional en ISA

e ISAGEN, cuyo valor estimado es \$4,5 billones, lo que reducirá las necesidades de endeudamiento.

Aunque este resultado es alentador, todavía se queda corto. Como bien lo sugirió la Comisión del Gasto, lo deseable sería mantener un superávit primario estructural del GNC de 2,0% del PIB. La recomendación de la Comisión se fundamenta en cálculos realizados por el Banco de la República en los cuales la deuda del GNC, medida de acuerdo con los estándares internacionales, se encontrará alrededor de 43,4% del PIB en 2007 y, a menos que se consigan mejores balances primarios, se mantendrá en estos niveles en los próximos cinco años. Adicionalmente, estos mismos cálculos estiman que se hace necesario un superávit primario cercano a 2,0% del PIB cada año para el GNC, para conducir la relación deuda a PIB (del GNC) hacia 38,4% en 2011 (Gráfico 1). A diferencia de este estudio, en sus cálculos, el Ministerio de Hacienda utiliza el concepto de *deuda neta de activos financieros*, por lo que sus estimaciones son menos exigentes en términos de superávit fiscal para llegar a niveles moderados de deuda pública. La otra diferencia fundamental entre ambos cálculos se encuentra en la velocidad de la reducción de la relación deuda/PIB: mientras que el Informe de la Comisión propone una disminución del nivel de endeudamiento del GNC en 5% del PIB en un período de 5 años, el MFMP considera una caída de la deuda en este mismo porcentaje en un plazo de 10 años.

**Gráfico 1**  
DEUDA DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL



Fuente: CEPAL.



### Se mantienen las expectativas de aumentos en las tasas de interés del Emisor

Si bien la inflación en mayo presentó un aumento moderado, con respecto al registro de los primeros cuatro meses del año, las presiones inflacionarias se mantienen. En este mes la inflación anual se ubicó en 6,23%. Consecuentemente con ello, un elevado porcentaje de administradores de portafolio espera que la tasa de interés de intervención del Banco de la República continúe con la senda creciente que se inició hace más de un año. El resultado a esta pregunta fue de 80% neto frente al 88% neto de abril (Cuadro 1).

Sin embargo, parece que los aumentos en tasas de interés por parte del Banco de la República han comenzado a impactar las expectativas de inflación de los administradores de portafolio, las cuales vienen disminuyendo. En efecto, en mayo, por tercera vez consecutiva, la proporción de encuestados que espera una disminución en la inflación para los próximos seis meses es más alta frente al porcentaje que opina lo contrario. Así, en este mes, un 15% de los encuestados manifestó que tiene expectativas de incrementos en la inflación en los próximos seis meses, el 5% indicó que ésta permanecerá igual, y el 80% que disminuirá. El balance a esta pregunta se ubicó en -67%, cifra inferior al registro de abril y marzo, cuando el resultado había sido de -37% y -25%, respectivamente.

### Los administradores tienen expectativas de disminución en los spreads

En mayo de 2007, las expectativas sobre el spread de la deuda colombiana disminuyeron. En efecto, el 35% de los administradores encuestados manifestó que espera incrementos en esta variable, el 40% indicó que se mantendrá igual, y el 25% expresó que disminuirá. Así, el balance a esta pregunta se ubicó en 10%, cifra inferior al registro de abril (20%) (Gráfico 1).

Por otra parte, la política monetaria se mantiene como la principal preocupación a la hora de tomar las decisiones de inversión. Por octavo mes consecutivo y con el 68% de respuestas, este factor de preocupación se ubicó por encima de la política fiscal y los aspectos externos (Gráfico 2).

### Los títulos atados a la DTF se mantienen como los más atractivos

En mayo, los títulos atados a la DTF fueron los activos que más interés despertaron en los administradores. Ello resulta consistente con las expectativas de aumentos en las tasas de interés del Banco de la República que mantienen los administradores de portafolio. En este mes, el 47% neto de encuestados manifestó que tiene expectativas de invertir en papeles de esta naturaleza. En segundo lugar, se ubicaron los TES de corto plazo con un 42% neto. Por otra parte, en el último lugar se encuentran los papeles atados al IPC. En mayo, un -5% neto manifestó tener intención de invertir en estos papeles. En consecuencia, el Índice de Activo Preferido (IAP) para los TES de corto plazo presentó un avance frente a títulos atados al IPC y los títulos denominados en dólares.

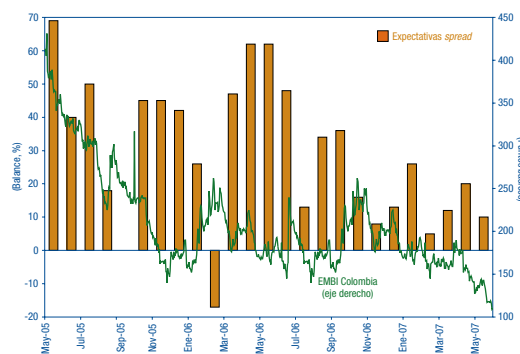
**Cuadro 1**  
EXPECTATIVAS MACROECONÓMICAS PARA LOS PRÓXIMOS SEIS MESES (% NETO)

	Abril	Mayo	Cambio (puntos)
Tasa de interés Banco de la República	88	80	-8
Inflación	-37	-65	-28
Tasa de cambio*	-34	-15	19
Spread	20	10	-10
Crecimiento económico	-17	-32	-15

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

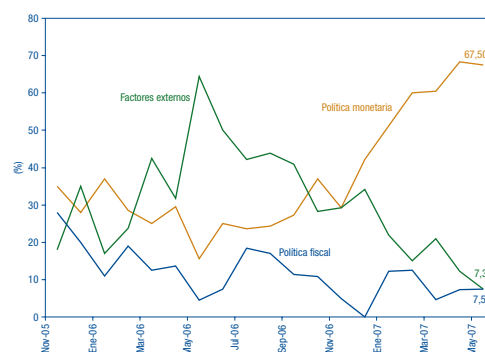
Fuente: Encuesta de Opinión Financiera, BVC - Fedesarrollo.

**Gráfico 1**  
EMBI COLOMBIA Y EXPECTATIVAS DE SPREAD



Fuente: Cboms. Info. Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo.

**Gráfico 2**  
PREOCUPACIONES A LA HORA DE INVERTIR



Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC - Fedesarrollo.

### La confianza del consumidor presenta un retroceso

El Índice de Confianza del Consumidor (ICC) construido a partir de los resultados de la Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo presentó en mayo de 2007 un registro de 21,8 puntos, nivel inferior al 30,0 obtenido en el mes anterior. Así, el descenso mensual del ICC fue de 8,2 puntos. Comparado con el mismo mes del año anterior, el ICC también presentó un retroceso, ya que en esa fecha el índice registró 32,2 puntos. Esto implica un retroceso anual de 10,4 puntos.

En mayo se observaron retrocesos en los componentes del ICC. La caída del índice estuvo jalonada principalmente por la percepción menos positiva de los hogares sobre las expectativas de la situación económica en los próximos doce meses. En mayo de 2007 el balance a esta pregunta fue de 5,9% neto (en abril de 2007 éste había sido de 28,0% neto). La segunda pregunta que registró la caída más pronunciada en el balance fue la relacionada con las perspectivas de las condiciones económicas del país para los próximos doce meses comparadas con las actuales; en mayo dicho registro fue de 4,9% neto mientras en abril fue de 19,2% neto. Finalmente, la disposición para la compra de bienes durables como muebles y electrodomésticos fue el único componente del ICC que presentó un incremento en su balance. En efecto, este registro pasó de 41,2% neto en abril a 48,5% neto en mayo.

En cuanto al Índice de Condiciones Económicas (ICE), el registro obtenido en mayo fue de 30,5 puntos, menor al registro de abril (32,0 puntos) y mostró un deterioro anual de 2,6 puntos. Finalmente el Índice de Expectativas del Consumidor (IEC), alcanzó 16,0 puntos, con lo cual se observa que en mayo el indicador retrocedió 12,8 puntos con respecto al mes inmediatamente anterior. De esta manera, los tres índices que se construyen a partir de la EOC sugieren que la confianza en mayo presentó un retroceso.

Éste es un dato puntual, por lo que es preciso esperar observaciones adicionales para verificar si la tendencia hacia niveles de confianza más moderados corresponde a un cambio permanente (Gráfico 1).

### Cali registró la confianza más alta en mayo de 2007

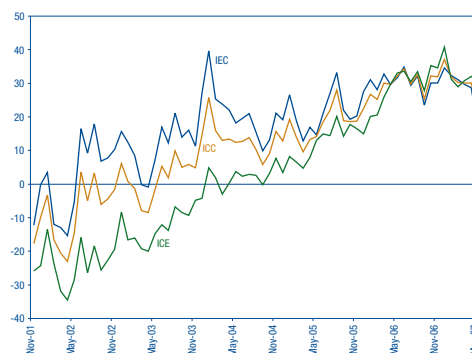
En la actualidad, la ciudad que presenta el mayor nivel de confianza es Cali. En mayo, el ICC para dicha ciudad alcanzó un registro de 28,4 puntos. A pesar de ello, se registró un retroceso de 3,06 puntos con respecto al mismo mes del año anterior. En Bogotá y Medellín, el ICC se ubicó en 20,6 puntos y 19,8 puntos, respectivamente. En estas ciudades también se presentaron descensos anuales, aunque de mayor magnitud, 13,6 y 20,8 puntos, respectivamente. Finalmente, en la única ciudad en la que el ICC registró un avance con respecto al año anterior fue Barranquilla. En efecto, el indicador se ubicó en 20,8 puntos cifra superior a los 16,1 puntos obtenidos en mayo de 2006 (Gráfico 2).

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

	Mayo 2007	Abril 2007	Cambio mensual	Cambio anual
ICC	21,8	30,0	-8,2	-10,4
IEC	16,0	28,7	-12,8	-15,7
ICE	30,5	32,0	-1,6	-2,6

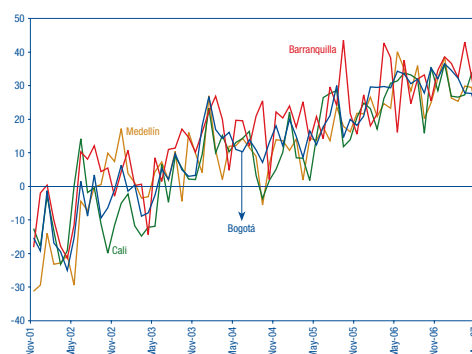
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo.

**Gráfico 1**  
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR



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

**Gráfico 2**  
ICC POR CIUDADES



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



### Los estratos altos registran los mayores niveles de confianza

En mayo de 2007 el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) presentó una disminución en todos los estratos, siendo el estrato alto el que registró el mayor nivel de confianza. En efecto, mientras en los estratos medios y bajos el ICC registró 19,8 y 21,0 puntos, respectivamente, en los estratos altos se obtuvo un nivel de 37,8 puntos. El ICC presentó una reducción anual en todos los estratos. Frente a mayo de 2006, el indicador descendió 7,7 puntos, 9,6 puntos, y 13,4 puntos en los estratos altos, medios y bajos, respectivamente (Gráfico 3).

### Los hogares perciben que los préstamos se encarecerán

El comportamiento de la inflación y los recientes incrementos en las tasas de interés por parte de la autoridad monetaria, que han ubicado la tasa de intervención en 9%, han provocado que los hogares esperen un aumento en los costos del crédito en los próximos meses. En mayo, a la pregunta si consideraba que en los próximos doce meses los intereses de los préstamos subirán o bajarán, el 62,6 % de los hogares afirmó lo primero y el 14,9% lo segundo. De esta manera, el balance de esta pregunta se ubica en 47,6%, porcentaje mayor al registro de abril cuando se obtuvo un balance de 37,0%.

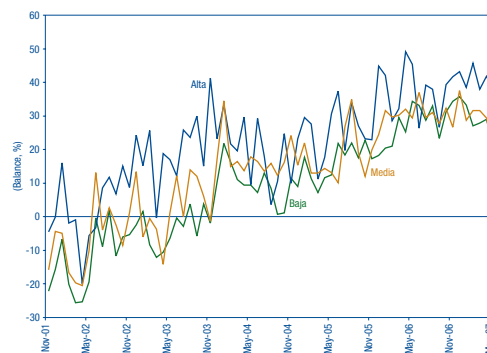
### Ha aumentado la proporción de hogares que logra ahorrar una parte de sus ingresos

En la Encuesta de Opinión del Consumidor de Fedesarrollo se indaga a los hogares si logra ahorrar una proporción de sus ingresos. En los últimos meses se ha observado una tendencia favorable en el balance a esta pregunta. En mayo, el 29,3% manifestó que con el ingreso que recibían les alcanzaba para ahorrar y el 70,6% que no les alcanzaba. De esta manera el balance se sitúa en -41,3%. Este resultado es mejor en 11,6 puntos porcentuales frente al promedio histórico (-53,0%) (Gráfico 4).

### Frente a abril, desmejoró la percepción sobre la situación de desempleo

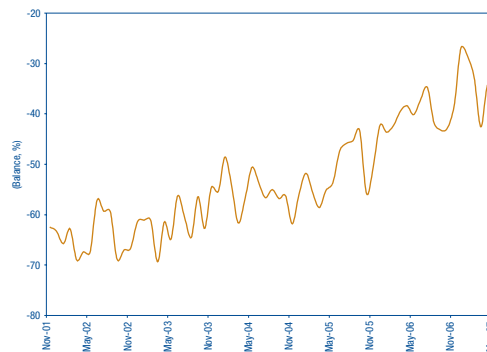
En mayo de 2007, el 45,8% de los hogares encuestados consideró que en el próximo año va haber más desempleo, mientras el 21,1% expresó que va haber menos. El 33,0% restante indicó que se mantendrá igual. De esta forma, el balance a esta pregunta (porcentaje de encuestados que espera más desempleo menos el porcentaje que espera menos) se ubicó en 24,7%, con un incremento de 13,6 puntos porcentuales respecto al registro del mes inmediatamente anterior. El cambio anual presenta un deterioro más pronunciado en la percepción sobre la situación del empleo. De hecho, el incremento es de 30,6 puntos porcentuales (Gráfico 5).

**Gráfico 3**  
ICC POR ESTRATO SOCIOECONÓMICO



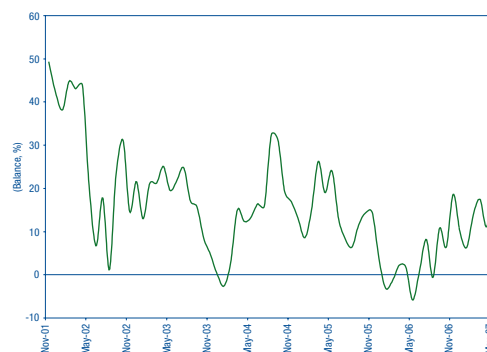
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo.

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



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

**Gráfico 5**  
PERCEPCIÓN DEL DESEMPLEO



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

### La confianza industrial presenta un retroceso

Los resultados más recientes de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo muestran un retroceso en la confianza industrial. La tendencia favorable que se observó en los meses pasados se revirtió en el registro de abril de 2007. Así, el Índice de Confianza Industrial (ICI) en abril de 2007 alcanzó un registro de 11 puntos, con un retroceso de 4 puntos frente al registro de marzo de 2007. En cuanto al cambio anual, el ICI retrocedió 1 punto. Al analizar los componentes del ICI, se observa que el deterioro en la confianza se debe a la disminución en el volumen de pedidos, y a las expectativas de producción menos favorables para los próximos seis meses. Así, al comparar el registro de abril de 2007 con el de abril de 2006, se aprecia que las variaciones anuales en los balances de las preguntas fueron de -2% y -7%, respectivamente. Los datos preliminares a mayo señalan un nuevo retroceso anual en el ICI cercano a 5,0 puntos (Gráfico 1).

### Sin embargo, la percepción sobre la situación económica se mantiene en niveles favorables

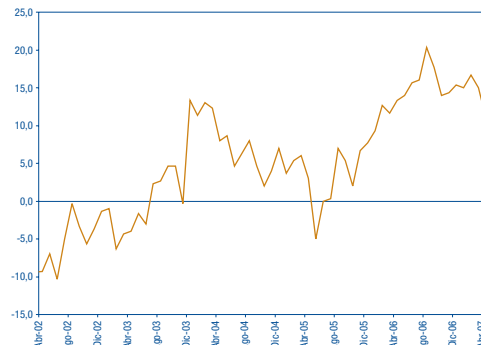
La Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo indaga a los industriales sobre cómo perciben la situación económica actual, el 52% respondió que la considera buena, el 42% indicó que es aceptable y sólo el 6% expresó que es mala. De tal forma, el balance a la pregunta (porcentaje de industriales que consideran buena la situación económica menos aquellos que opinan lo contrario) se ubicó en 46% neto. Vale la pena anotar que la evolución del balance a esta pregunta ha mejorado de manera notable. En efecto, el registro para abril de 2007 se ubica 21 puntos porcentuales por encima del período 2000-2007 (Gráfico 2).

### En abril, la confianza comercial presenta ligero retroceso

El Índice de Confianza Comercial (ICCO) construido con el módulo comercial de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, presentó un descenso en abril de 2007. Con un retroceso de 4 puntos frente al mes anterior, el ICCO se ubicó en 26 puntos. Respecto al mismo mes del 2006 el indicador no mostró variación. Esto sugiere que a pesar del retroceso mensual, la confianza comercial se mantiene en los niveles elevados que se han observado en los últimos años. De hecho, se encuentra por encima del promedio 2000-2007 (Gráfico 3). En cuanto a sus componentes, en el mes de abril, un 53% neto de empresarios encuestados manifestó que la situación económica actual es favorable. En el caso de las expectativas sobre la situación económica en los siguientes seis meses, el 48% neto de encuestados indicó que será favorable. Finalmente, el 24% neto de empresarios afirmó que el nivel de existencias era alto.

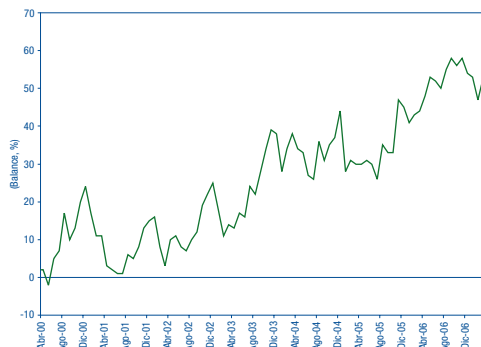
De forma consistente con los resultados de la EOE de Fedesarrollo, el comportamiento del sector comercial ha mejorado, en parte, por el buen comportamiento que mostró la demanda interna en los primeros meses de 2007. En abril de 2006, el 34% de los comerciantes encuestados manifestó que la demanda actual era buena, el 45% indicó que era normal, y sólo el 6% expresó que percibía una demanda débil. Así,

**Gráfico 1**  
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL



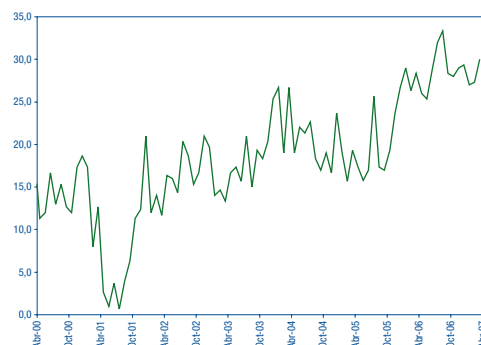
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

**Gráfico 2**  
PERCEPCIÓN DE LOS INDUSTRIALES DE LA SITUACIÓN ECONÓMICA



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

**Gráfico 3**  
ÍNDICE DE CONFIANZA COMERCIAL



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

el balance a la pregunta se ubicó en 34%, cifra superior en 2 puntos porcentuales al registro de abril de 2006.

### **Frente a abril de 2006 los comerciantes perciben que su nivel de ventas ha aumentado**

En abril de 2007 el 51,0% de los comerciantes encuestados manifestó que las ventas del mes, comparadas con las del mismo mes del año anterior habían aumentado, mientras que el 30,0% manifestó que sus ventas habían disminuido. El restante 19,0% manifestó que las ventas se mantuvieron constantes. Así, con un balance de 21,0%, el crecimiento observado frente a abril de 2006 fue de 9 puntos.

### **La evolución del dólar, deteriora la confianza exportadora**

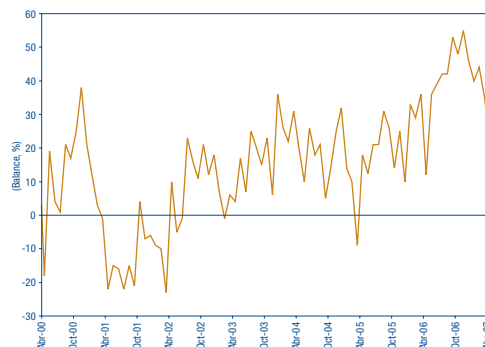
Trimestralmente (enero, abril, julio y octubre), la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo lleva a cabo una medición especial, en la cual se incluyen preguntas relacionadas con el comercio exterior. El propósito de este módulo especial es acercarse a la percepción de las empresas acerca de las ventajas y obstáculos que enfrentan los empresarios a la hora de exportar sus productos y acerca de la evolución pasada y futura de las ventas al exterior.

Los resultados más recientes, correspondientes a la medición de abril de 2007, muestran que el 36% de los empresarios encuestados manifestó que el valor exportado en dólares aumentó durante el primer trimestre de 2007 mientras que el 30% expresó lo contrario. El restante 34% indicó que el valor exportado se mantuvo estable. De esta manera, el balance a la pregunta se ubicó en 6% neto, cifra inferior en 29 puntos porcentuales con respecto al registro en enero de 2007, y 19 puntos porcentuales por debajo del registro observado un año atrás. Por otra parte, al indagar a los industriales sobre la rentabilidad de la actividad exportadora sólo el 7% indicó que aumentó, el 25% manifestó que se mantuvo igual y el 68% expresó que disminuyó. Así, el balance a esta pregunta se ubicó en -61%, cifra inferior en 27 puntos porcentuales con respecto al registro del trimestre anterior. Este resultado se explica en buena medida por la apreciación del peso frente al dólar que en lo corrido de 2007 se ubica en 14% (Gráfico 5).

Los resultados de la EOE para el trimestre comprendido entre febrero de 2007 y abril de 2007 muestran un retroceso en las expectativas de la actividad exportadora para los próximos tres meses frente al registro del trimestre anterior. En ese sentido, a la pregunta de cómo evolucionará el valor exportado en dólares en el próximo trimestre, el 30% de los industriales encuestados manifestó que aumentará, el 47% que se mantendrá igual, y el restante 23% indicó que se verá disminuido. De esta manera, el balance a esta pregunta se ubica en 7% neto, cifra inferior al 30% neto obtenida en enero pasado y, frente al registro del segundo trimestre de 2006, (27% neto) (Gráfico 6).

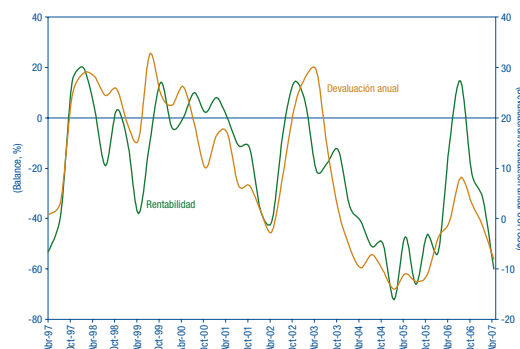
Este módulo especial también indaga a los empresarios sobre los factores que durante el último trimestre se pueden considerar favorables, neutros o desfavorables para el dinamismo de las ventas al exterior. Dentro de los principales aspectos que resultan desfavorables se encuentran el comportamiento de la tasa de cambio con -91% neto cifra inferior al -77% neto que se observó en el trimestre anterior, los costos de producción con -45% neto y el transporte internacional con -30% neto.

**Gráfico 4**  
**VENTAS COMPARADAS CON IGUAL MES DEL AÑO ANTERIOR**



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

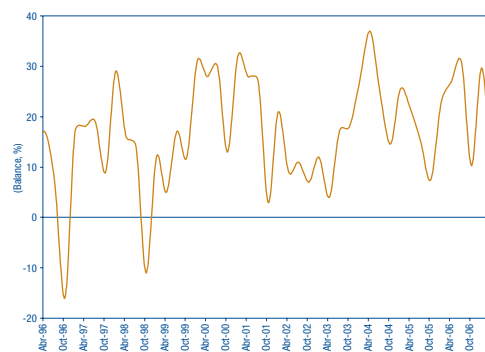
**Gráfico 5**  
**RENTABILIDAD DE LA ACTIVIDAD EXPORTADORA VERSUS DEVALUACIÓN ANUAL**



\* Módulo exportaciones EOE de Fedesarrollo.

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

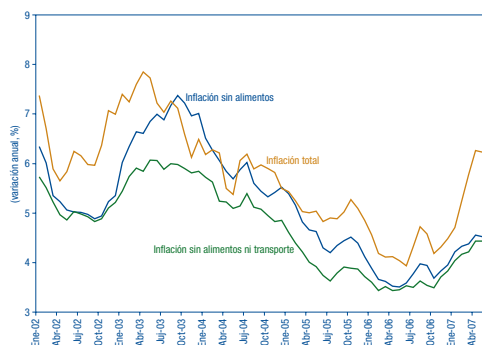
**Gráfico 6**  
**EXPECTATIVAS PARA EL PRÓXIMO TRIMESTRE DE LAS EXPORTACIONES EN DÓLARES**



\* Módulo exportaciones EOE de Fedesarrollo.

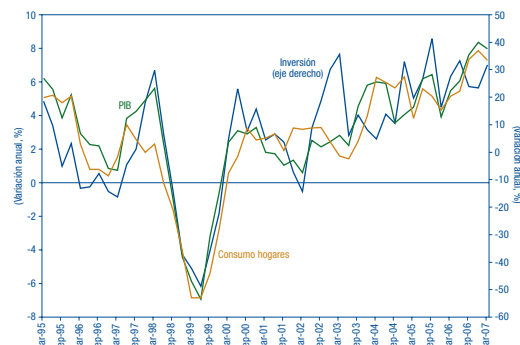
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

## INFLACIÓN TOTAL E INFLACIÓN BÁSICA



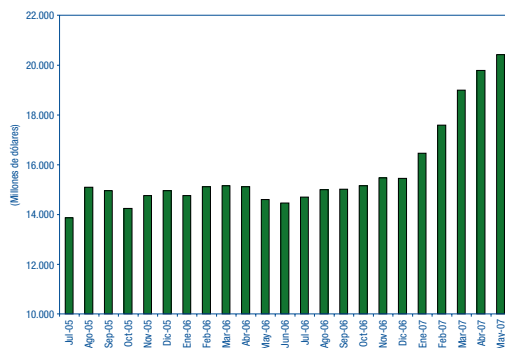
Nota: la inflación sin alimentos ni transporte se construye aislando del IPC total el componente de estos dos grupos. De igual forma se construye la inflación sin alimentos.  
Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

## EVOLUCIÓN DEL PIB, INVERSIÓN Y CONSUMO PRIVADO



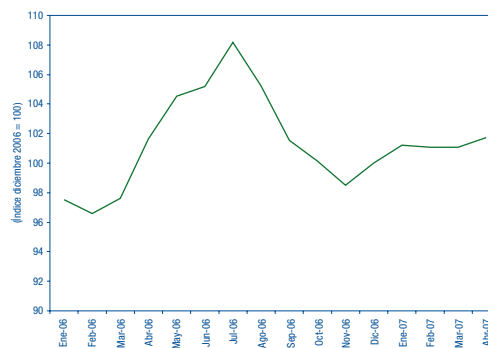
Fuente: DANE.

## RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (Millones de dólares)



Fuente: Banco de la República.

## TÉRMINOS DE INTERCAMBIO (IPP exportados/IPP importados)



Fuente: DANE y cálculos de Fedesarrollo.

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

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

Fuente: Latinamerican Consensus Forecast.