

# TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

32

Noviembre de 2004



## FEDESARROLLO

**Director Ejecutivo**  
Mauricio Cárdenas S.

**Editora**  
Ximena Cadena O.

**Asistente**  
Juan Felipe Quintero V.

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

Editorial: Emisión de Deuda Externa Colombiana en Pesos

---

Encuesta de Consumo

---

Encuesta de Opinión Empresarial

---

Actualidad: Proyecciones Macroeconómicas de  
Fedesarrollo para 2004 y 2005

---

Indicadores Económicos

---

*Emisión de deuda externa colombiana en pesos*

El gobierno realizó durante este mes una emisión de deuda externa denominada en pesos colombianos por US\$375 millones como parte de su estrategia de prefinanciamiento del presupuesto del 2005. Esta emisión constituye un avance en el acceso a los mercados de capitales externos y un camino a la redención de lo que se conoce en la literatura económica como el "pecado original" o la incapacidad de los países emergentes para emitir deuda externa en moneda local. Esta operación contribuye a la meta del gobierno de recomponer la deuda pública de manera que el 60% de ella se concentre en pasivos denominados en pesos.

La emisión de deuda externa en moneda local ha sido calificada por el gobierno como innovadora, por cuanto sólo Uruguay ha realizado transacciones similares en años recientes. Esto refleja la incapacidad que han tenido los países emergentes y en particular los latinoamericanos para acceder a los mercados financieros internacionales sin incurrir en riesgos cambiarios. De hecho, estudios internacionales muestran que en la última década mientras que los países en desarrollo emitieron el 8% de la deuda externa mundial, la proporción denominada en sus monedas fue casi nula. Por su parte, un 68% del saldo total de deuda externa en el mundo estuvo denominado en las monedas de los cuatro mayores centros financieros (Estados Unidos, Japón, Reino Unido y Suiza), aun cuando dichos centros sólo emitieron el 45% de ella.

Hay que aclarar que la emisión de Colombia no se puede comparar directamente con la realizada en Uruguay en 2003. La de Uruguay fue el resultado de la reestructuración de la deuda que llevó a las calificadoras de riesgo a mejorar su percepción sobre la deuda uruguaya lo que se reflejó en mayor confianza en los mercados. Sin embargo, los bonos uruguayos están indexados a la inflación y a pesar de tener un plazo de sólo tres años, tienen rendimientos muy altos que superan el 17%. La emisión Colombiana por su parte concentra el riesgo cambiario y de política monetaria en el inversionista que compra el bono.

¿Qué ha hecho posible entonces que Colombia finalmente haya podido emitir deuda externa denominada en pesos? Sin duda, la coyuntura de depreciación del dólar y sus perspectivas de mediano plazo contribuyen a dinamizar el apetito de los inversionistas por activos en monedas alternativas. De hecho la demanda por el TES Global alcanzó US\$1.100 millones, lo que hizo que se colocaran bonos por US\$125 millones por encima de lo que había ofrecido el gobierno inicialmente.

## PATROCINADORES:



No se puede ignorar que la colocación exitosa de deuda externa en pesos responde a un aumento en la confianza de los inversionistas en Colombia. De acuerdo con las encuestas de Fedesarrollo, las condiciones económicas y sociopolíticas para la inversión se han mantenido relativamente altas en el último año, y ya se reflejan en los mercados internacionales. Los *spreads* de los bonos globales se han reducido más del 50% en el último año. Pero la emisión en moneda local requiere una evaluación del riesgo más compleja de la que hace un inversionista al comprar un papel denominado en "monedas fuertes". En la última edición de Coyuntura Económica, Fedesarrollo identificó que para el caso de Colombia las variables con mayor impacto sobre la prima de riesgo país están asociadas con la liquidez, la solvencia y las percepciones del riesgo en los demás países de la región. Para evaluar la compra de bonos externos denominados en pesos, el inversionista tendrá que considerar un riesgo adicional asociado a la política monetaria del país emisor. Altas tasas de inflación podrían licuar el valor de la deuda y afectar la rentabilidad del inversionista, a menos que se garantice un rendimiento real a través de la indexación de los bonos a la inflación como lo ha hecho Uruguay durante el último año.

El resultado de la evaluación de los riesgos llevó a que el rendimiento anual de los TES Globales por \$954.244 millones de pesos colombianos que vencerán el 1 de marzo de 2010 se ubicara en 11,875%, 50 puntos básicos por debajo de la tasa de los TES con vencimiento el 12 de febrero de 2010. Esta diferencia se explica porque los TES Globales se rigen bajo las leyes de Nueva York y no están gravados con impuestos, mientras que el rendimiento de los TES debe pagar entre 4 y 7% de retención en la fuente según el plazo del título. El gobierno tendrá que pagar intereses anuales que, al igual que para el pago del principal, se calcularán en pesos y se pagarán en dólares a la tasa de cambio promedio de los 20 días anteriores al pago (la tasa de cambio de la colocación fue \$2.544,65). Es decir que el tenedor del bono asumirá el riesgo cambiario. Al comparar el rendimiento del TES Global con un bono Global denominado en dólares con vencimiento similar (9 de julio de 2010), se observa que las expectativas de devaluación implícitas en la transacción son del orden de 4% anual. Esa cifra parece exagerada si se tiene en cuenta que el peso se ha apreciado 9% en lo que va del año, pero no lo es si se considera que la devaluación promedio anual de los últimos 10 años fue cercana a 13% anual y que las presiones fiscales de los próximos años probablemente generarían incrementos en la tasa de cambio.

Colombia cumple actualmente con la mayoría de las condiciones que, de acuerdo con los estudios empíricos sobre el tema, son necesarias para acceder a los mercados internacionales en moneda local. La economía ha presentado un crecimiento dinámico que ha consolidado la tendencia de recupe-

ración, durante el primer semestre del año el PIB creció 4,2%. La inflación se ha mantenido controlada y las metas de reducción para los próximos años son adecuadas; sin duda esto permitió que los bonos no tuvieran que indexarse a la inflación, la política monetaria es creíble gracias a que el Banco de la República ha actuado de manera independiente con el objetivo claro de mantener el poder adquisitivo de la moneda. Además, los vínculos comerciales de Colombia y las perspectivas de fortalecimiento por los Tratados de Libre Comercio que negociará en los próximos años, hacen que la percepción del riesgo de *default* se reduzca por los costos que podrían tener sanciones comerciales por parte de sus principales socios (que son también los mayores acreedores).

Sin embargo, existen otras condiciones en las que habría que avanzar para poder mantener la capacidad de endeudarse en pesos en los mercados internacionales sin incurrir en riesgos cambiarios. Sin bien la situación fiscal para 2004 parece estar resuelta, y la operación de prefinanciación contribuye en algo a calmar la preocupación por el financiamiento del presupuesto del año entrante, aún hay serias dudas sobre las fuentes de recursos tributarios y por privatizaciones, sin contar las múltiples presiones que enfrentará el déficit fiscal en los próximos años. También habría que mejorar la calidad de las instituciones y en particular ofrecer estabilidad en las reglas del juego que permitan mantener la confianza de los inversionistas.

Los bonos fueron demandados por inversionistas en Estados Unidos (65%), en Europa (30%) y en América latina (5%). No se puede descartar que algunos inversionistas colombianos, como fondos de pensiones hayan accedido a estos bonos a través de comisionistas internacionales, de la misma manera que compran bonos Globales. La inestabilidad jurídica en materia tributaria incentivaría este tipo de inversiones, que si bien presentan el mismo riesgo país que un TES, se rigen por normas internacionales que garantizan mayor estabilidad y cumplimiento.

La emisión de deuda externa en pesos es destacable por la aceptación del peso como moneda transada en los mercados internacionales y es señal de confianza en la política monetaria de Colombia. Es un paso adelante en la recomposición de la deuda colombiana y permite delegar el riesgo cambiario en el inversionista. Sin embargo, no se deben perder de vista otros objetivos que debe cumplir la estrategia de crédito público en los próximos meses, tales como suavización de los perfiles y profundización del mercado interno, de manera que con títulos de más corto plazo se pueda construir una curva de rendimientos que refleje una formación de precios transparente. Un mercado interno más desarrollado también contribuirá a que operaciones similares a la que se realizó recientemente en el mercado internacional puedan repetirse con éxito en el futuro.

### La confianza de los consumidores aumentó en octubre

Durante octubre, el Índice de Confianza de los Consumidores (ICC) presentó el mayor crecimiento en lo que va del año. Aumentó 3,2 puntos, que permitieron corregir en parte la fuerte caída del mes anterior. Efectivamente, el ICC fue 9,1 en octubre después de haber sido 5,9 en septiembre y su nivel actual es superior al registrado hace un año (5,9). De esta manera, la confianza de los consumidores podría empezar a mostrar la tendencia al alza del último trimestre que se ha presentado en los años recientes. Así, 2004 recuperaría las tendencias estacionales que no mostró durante el segundo y el tercer trimestre del año (Gráfico 1).

El aumento de la confianza se sustenta, principalmente, en la mejor percepción de los consumidores sobre la situación económica actual del hogar. De hecho, el balance de la pregunta ¿cree usted que a su hogar le está yendo económicamente mejor o peor que hace un año? pasó de -8,8 en septiembre a -3,7 en octubre y supera el nivel de hace un año (-7,7). En el Gráfico 2 se observa que la evolución de la tasa de desempleo urbana está estrechamente relacionada con la percepción sobre el ambiente económico del hogar. A pesar de que en los últimos meses no se han movido simultáneamente, la fuerte relación entre estas dos variables sugiere que el entorno de los hogares colombianos depende en gran medida de las condiciones en el mercado laboral e implica que de continuar la tendencia a la baja del desempleo, la confianza de los hogares podría mejorar.

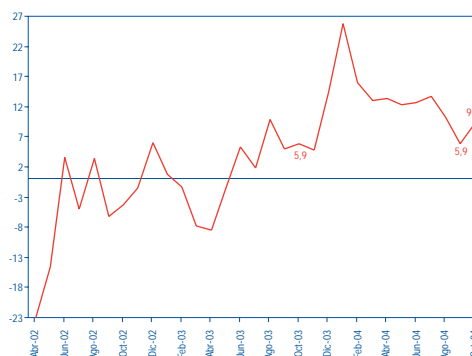
Por su parte, el balance de la pregunta ¿diría usted que las condiciones económicas del país son peores o mejores que hace un año? pasó de -7,4 en septiembre a 0,6 en octubre. A pesar de este aumento, el nivel actual está por debajo del registro de hace un año (2,8) lo que implica que los consumidores sienten que las condiciones económicas del país han mejorado a un ritmo más moderado de lo que lo ha hecho la situación del hogar. La divergencia entre las percepciones sobre las condiciones de las familias y del país probablemente se debe a que todavía no se han solucionado los problemas estructurales del esquema tributario y del sistema pensional que impiden alcanzar un nivel de confianza mayor sobre la economía.

### Las expectativas se mantienen en un nivel relativamente bajo

El Índice de Expectativas de los Consumidores (IEC) aumentó a 13,1 en octubre después de haber sido 9,9 en septiembre. Pero igual que en el caso de la percepción sobre la situación actual del país, el reciente aumento de las expectativas no alcanzó para ubicarlas por encima de su nivel del año anterior (16). Definitivamente, los consumidores han moderado su optimismo en torno al desempeño económico en el futuro (Gráfico 3).

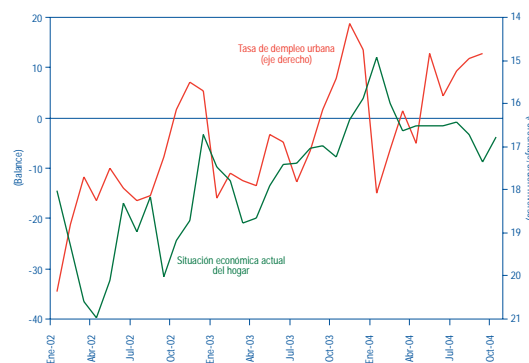
Lo que es curioso es que el aumento del IEC se sustenta en mejores percepciones acerca de las condiciones económicas del país en el futuro. Efectivamente, el balance de la pregunta que compara la situación económica futura del país con la actual aumentó 10,9 puntos en octubre y se ubicó en un nivel de 10,8. Cabe anotar que el nivel actual se sitúa por debajo del registro de hace un año (15,7). Probablemente los consumidores confían

**Gráfico 1**  
ÍNDICE DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES (ICC)



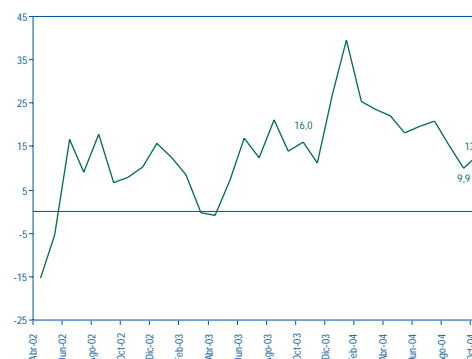
Fuente: Encuesta de Consumo de Fedesarrollo - Invamer.

**Gráfico 2**  
PERCEPCIÓN SOBRE LA SITUACIÓN ECONÓMICA DEL HOGAR



Fuente: Encuesta de Consumo de Fedesarrollo - Invamer y DANE.

**Gráfico 3**  
ÍNDICE DE EXPECTATIVAS DE LOS CONSUMIDORES



Fuente: Encuesta de Consumo de Fedesarrollo - Invamer.

en que se avance en las reformas que necesita el país de manera que dentro de un año las condiciones mejoren.

En síntesis, los consumidores esperan que la situación económica mejore en el próximo año pero su grado de optimismo ha disminuido. Probablemente, habrá que esperar la evolución de la agenda legislativa y los resultados en materia de empleo para saber si la reducción en las expectativas podría empezar a afectar el crecimiento económico.

### El consumo de bienes durables es dinámico

Los resultados de la Encuesta de los Consumidores del mes de octubre sugieren que el consumo de bienes durables será dinámico en el último trimestre del año. En efecto, el balance de la pregunta ¿cree usted que este es un buen momento para comprar cosas grandes como muebles o electrodomésticos? fue 10,1 en octubre después de haber sido 8,6 en septiembre y es el registro más alto de la historia de la serie. De la misma manera, los consumidores perciben que el momento actual es apropiado para comprar automóvil; el balance correspondiente a este tema aumentó de -32,2 en septiembre a -30,4 en octubre y se consolida como el mejor resultado desde que se realiza la Encuesta (Gráfico 4). La mayor disponibilidad de los consumidores a comprar artículos durables se ha reflejado en las ventas de estos bienes; en agosto las ventas de muebles y electrodomésticos aumentaron 12% anual mientras que las compras de automóviles lo hicieron en 31%.

En cuanto al mercado inmobiliario, los consumidores perciben que las condiciones para comprar vivienda son favorables. El balance de la pregunta ¿cree usted que este es un buen momento para comprar vivienda? se situó en un nivel de 8,4 en octubre y supera el registro del mes anterior (1,4) y del año pasado (5,4). La alta disponibilidad para compra inmobiliaria es consistente con el crecimiento acumulado anual a 12 meses de 5% de las licencias de construcción de vivienda hasta el mes de agosto. Finalmente, el Índice de Condiciones Económicas (ICE), que sintetiza el sentimiento de los consumidores acerca de la compra de bienes durables, aumentó 3,3 puntos y se ubicó en un nivel de 3,2 en el mes de octubre. Adicionalmente, se encuentra muy por encima del registro alcanzado hace un año (-9,3) lo que implica que el entorno económico ha sido propicio para que los consumidores mantengan la fortaleza del consumo de artículos durables (Gráfico 5).

### Los consumidores esperan un repunte en la inflación

En octubre, los consumidores esperan que la inflación sea de 8,5% en los próximos 12 meses mientras que en octubre del año pasado el pronóstico era de 9,2%. Si bien las respuestas de los consumidores sobre el nivel de la inflación superan los datos observados, sus tendencias sí ofrecen información sobre el comportamiento de los precios. El cambio anual en el pronóstico de inflación fue -0,7 puntos porcentuales.

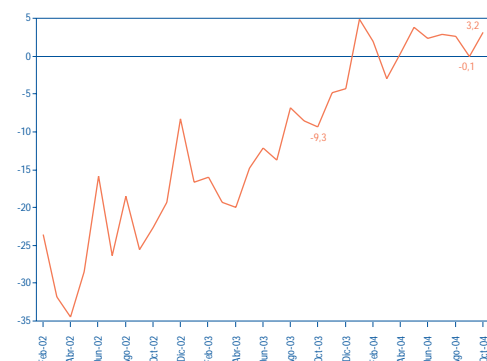
Como se ilustra en el Gráfico 6, el cambio anual del pronóstico de inflación presenta una tendencia al alza y, dada su estrecha relación con la variación anual del IPC, se podría esperar que la caída en la inflación se desacelere en los próximos meses. Fedesarrollo espera que para el año entrante se cumpla la meta de inflación establecida por el Banco de la República entre 4,5 y 5,5%, y se ubique muy cerca del punto medio del rango establecido.

**Gráfico 4**  
EL MOMENTO ACTUAL ES ADECUADO PARA COMPRAR MUEBLES, ELECTRODOMÉSTICOS Y AUTOMÓVILES



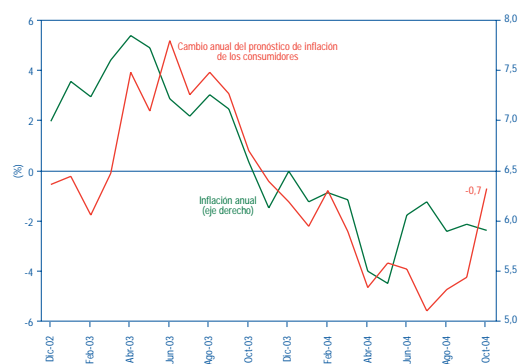
Fuente: Encuesta de Consumo de Fedesarrollo - Invaer.

**Gráfico 5**  
ÍNDICE DE CONDICIONES ECONÓMICAS



Fuente: Encuesta de Consumo de Fedesarrollo - Invaer.

**Gráfico 6**  
INFLACIÓN ANUAL Y CAMBIO ANUAL DEL PRONÓSTICO DE INFLACIÓN DE LOS CONSUMIDORES



Fuente: Encuesta de Consumo de Fedesarrollo - Invaer y DANE.

### La confianza de los industriales se contrajo en septiembre

El Índice de Confianza de los industriales (ICI) fue 5 en septiembre después de haberse situado en un nivel de 8 durante el mes de agosto. Aunque el ICI ha presentado una tendencia a la baja a lo largo de 2004, completa 10 meses por encima de cero y su nivel actual supera levemente el alcanzado hace un año (4,7). Así, a pesar de la corrección que ha sufrido el ICI en los últimos meses, los industriales todavía mantienen un nivel de confianza positivo acerca de la economía nacional (Gráfico 1).

Los balances de las preguntas acerca de la actividad del sector tuvieron comportamientos disímiles. Por un lado, Los industriales que consideraron que contaban con un nivel de existencia demasiado alto aumentaron, el balance de la pregunta pasó de 0 en agosto a 4 en septiembre y es ligeramente inferior al registro de hace un año (4,1). De otro, el balance de la pregunta que indaga sobre el nivel de pedidos aumentó 3,1 puntos en septiembre y se ubicó en un nivel de -10,2; superior al balance de septiembre de 2003 (-12). El ritmo de expansión de la actividad manufacturera pudo haber disminuido en septiembre debido a que el aumento de los pedidos no alcanzó a compensar el incremento de los inventarios en dicho mes.

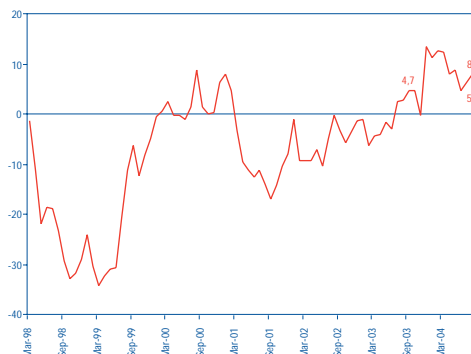
Los industriales, perciben que la situación económica actual ha empeorado pero confían que las condiciones mejoren en los próximos seis meses. En efecto, el balance de la pregunta sobre la situación económica actual disminuyó de 38,7 en agosto a 32,2 en septiembre mientras que el balance de la pregunta sobre las expectativas de situación económica aumentó 7,2 puntos y se ubicó en un nivel de 30 en septiembre. De esta forma, los industriales esperan que se aprueben las reformas estructurales pendientes para asegurar la sostenibilidad del crecimiento en el mediano y largo plazo.

### Las expectativas de producción caen y las de empleo se fortalecen

La actividad manufacturera disminuirá su ritmo de crecimiento en los próximos meses. De hecho, el balance de la pregunta que indaga sobre las expectativas de producción en los próximos tres meses disminuyó de 33,4 en agosto a 31 en septiembre y se situó por debajo del nivel alcanzado hace un año (32). Como se ilustra en el Gráfico 2, la tendencia a la baja que han mostrado las expectativas de producción desde junio de 2004 sugiere que la actividad manufacturera reduciría su fortaleza durante el segundo semestre del año. Hay que destacar que los datos ignoran las tendencias estacionales, por lo que Fedesarrollo espera que la posible desaceleración de la industria en los meses finales de este año no sea muy significativa y que el crecimiento de la manufactura cierre el año alrededor de 5,8% (Gráfico 2)

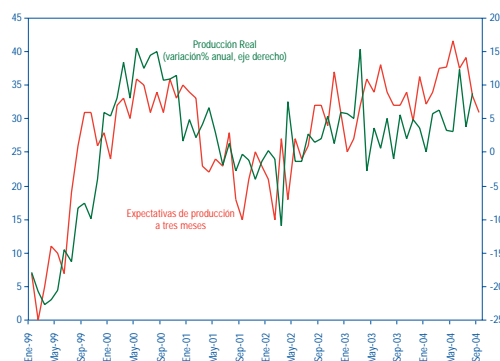
De otro lado, el balance de la pregunta sobre las expectativas de empleo aumentó de 3,2 en junio a 6,9 en septiembre y su nivel actual supera el registro presentado hace un año (4,9). El comportamiento del balance de expectativas de empleo y el número de personas ocupadas en el sector industrial presentan una estrecha relación que se muestra en el gráfico 3. Si se consolida la tendencia al alza de las expectativas en los próximos meses es probable que el sector manufacturero aumente su demanda por mano de obra y ocupe más de un millón seiscientos cincuenta mil personas

Gráfico 1  
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL



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

Gráfico 2  
EXPECTATIVAS DE PRODUCCIÓN Y PRODUCCIÓN INDUSTRIAL



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

Gráfico 3  
EXPECTATIVAS DE EMPLEO Y OCUPADOS EN LA INDUSTRIA



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

en diciembre de este año. Dado que el empleo industrial es responsable del 20% del empleo total en la economía, el aumento de los ocupados en este sector se vería reflejado en una disminución de la tasa de desempleo al finalizar 2004. Cabe anotar que el empleo aumentaría en las pequeñas y medianas empresas (PYMES) de manera notoria pues el balance de expectativas de empleo de este tipo de industria aumentó de -1 en junio a 7 en septiembre mientras que el balance de las grandes empresas se mantuvo constante en un nivel de 4.

### **El problema del contrabando se agrava**

La Encuesta de Opinión Empresarial del mes de septiembre contiene una pregunta especial que busca determinar las percepciones de los empresarios en torno al problema del contrabando. Desafortunadamente, este balance completó 3 trimestres consecutivos de aumentos y se ubicó en un nivel de 25 en septiembre; superior al registro de hace un año (20). Adicionalmente, el nivel actual es bastante superior al promedio histórico de -1,2. La tendencia al alza del balance implica que los industriales perciben que el contrabando ha aumentado en el país en los últimos meses y que se consolida como uno de los principales problemas del negocio (Gráfico 4).

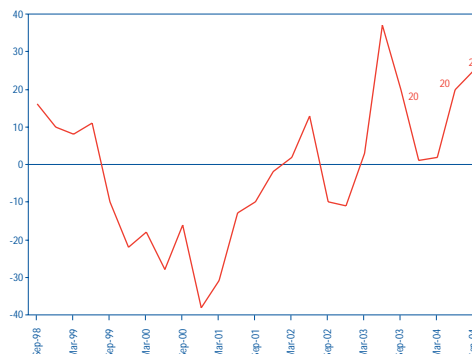
### **La confianza de los comerciantes muestra una tendencia a la baja**

El Índice de Confianza de los Comerciantes (ICC) completó 2 meses consecutivos de contracciones y se ubicó en un nivel de 17 en septiembre después de haber sido 18,3 en agosto. Con la reciente disminución, el ICC se situó por debajo de su nivel de hace un año (19,3) lo que sugiere que los comerciantes han perdido confianza en los últimos doce meses (Gráfico 5).

Todos los componentes del Índice, con excepción de las existencias, contribuyeron a la caída de la confianza. La percepción de la situación actual y futura de la economía se ha deteriorado ostensiblemente. El balance de la pregunta que indaga sobre el entorno económico actual se contrajo de 33,9 en agosto a 30,5 en septiembre mientras que el balance de expectativas disminuyó 9 puntos y se ubicó en un nivel de 33,5 en septiembre; inferior al registro del año anterior (44,5) (Gráfico 6). Además, la percepción sobre el nivel actual de demanda completa tres meses consecutivos de contracciones y se ubicó en un nivel de 20,9 en septiembre; menor al registro de agosto (22,1) y al del año pasado (22) lo que implica que la demanda ha perdido dinamismo en el último trimestre. Por su parte, el balance de la pregunta sobre existencias se contrajo de 21,9 en agosto a 12,8 en septiembre y evitó una caída mayor del ICC. Esta disminución hizo que el balance actual se situara por debajo del registro de hace un año (15,8) y sugiere que un porcentaje menor de comerciantes tienen mayores existencias que las adecuadas.

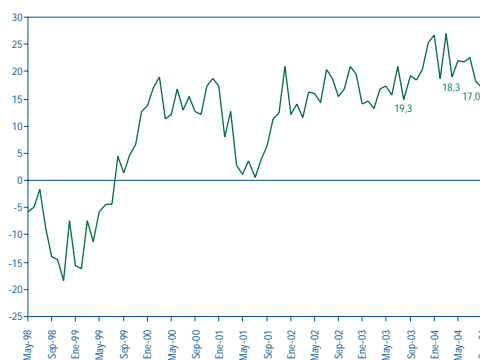
En conclusión, el menor optimismo de los comerciantes sobre el desempeño actual y futuro de la economía y la baja demanda actual han mermodado su nivel de confianza y podría afectar negativamente el crecimiento del sector en los próximos meses. Con base en estas tendencias, Fedesarrollo revisó a la baja el pronóstico de crecimiento del sector comercial de 4,8% a 4,5% para 2004. Finalmente, la fuerte contracción de las expectativas económicas señala que el sector comercial es el único de las Encuestas de Fedesarrollo que no confía en una mejoría de las condiciones económicas en el futuro.

**Gráfico 4**  
PERCEPCIÓN DEL CONTRABANDO



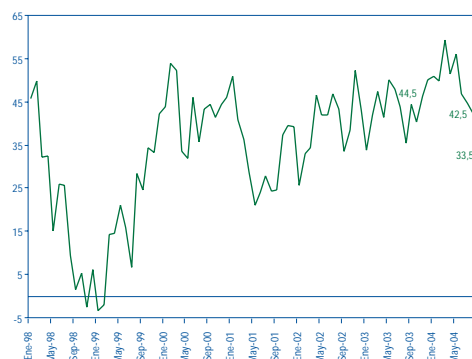
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial, (E.O.E.) de Fedesarrollo.

**Gráfico 5**  
INDICADOR DE CONFIANZA COMERCIAL (ICC)



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

**Gráfico 6**  
EXPECTATIVAS DE SITUACIÓN ECONÓMICA DE LOS COMERCIANTES



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



### Proyecciones macroeconómicas de Fedesarrollo para 2004 y 2005

El comportamiento de la economía colombiana en lo corrido del año ha sido favorable. Según las últimas cifras de crecimiento económico publicadas por el DANE, el Producto Interno Bruto creció durante el primer semestre del año a una tasa anual de 4,16%, así la economía colombiana completó cuatro trimestres de crecimiento dinámico a tasas cercanas a 4% anual.

El crecimiento económico ha estado acompañado a lo largo del año por un conjunto de fenómenos relevantes a la hora pronosticar el comportamiento de la economía en el corto plazo. Por ejemplo, el precio internacional del petróleo ha alcanzado máximos históricos y aún se mantiene en niveles altos. La recuperación económica de nuestros principales socios comerciales ha sido ligeramente mayor a la esperada inicialmente, particularmente en Venezuela. Adicionalmente, la apreciación del peso ha sido prácticamente continua durante todo el año, interrumpida brevemente por un periodo de devaluación entre mayo y junio.

La confluencia de todos estos fenómenos es la razón principal para la revisión en las proyecciones macroeconómicas de Fedesarrollo. A continuación se describen los principales cambios realizados en las proyecciones de tasa de cambio nominal, inflación, tasa de cambio real, crecimiento económico y cuenta corriente para 2004 y 2005.

#### Tasa de cambio nominal, inflación y tasa de cambio real

La apreciación del peso ha sido fuerte e inesperada. Entre octubre de 2003 y octubre de 2004, el dólar perdió 10,3% de su valor frente al peso. Fedesarrollo esperaba en sus proyecciones iniciales para este año que la tendencia a la revaluación se revirtiera a comienzos del segundo semestre y se alcanzara una devaluación nominal de 4,8% al final del año, pero durante todo el año ha persistido un importante diferencial entre las tasas de interés internas y externas. Este diferencial atrae capitales de inversión que han presionado el precio del dólar a la baja. Según cifras del Banco de la República, el movimiento neto de capital acumulado a 31 de octubre ha aumentado en poco menos de USD1.000 millones frente al mismo periodo de 2003. Esta dinámica continuará en tanto la política monetaria estadounidense conserve las tasas de interés internas en niveles relativamente bajos. Por lo tanto, Fedesarrollo espera que bajo las nuevas circunstancias, la tasa de cambio nominal al final de este año se ubique en \$2.504 por dólar, lo cual representará una apreciación nominal del peso de 9,8%. Se espera además, que la tasa de cambio se devalué 5,5% durante 2005. Sin embargo, el cambio en el comportamiento de la divisa será lo suficientemente lento para que la tasa de cambio promedio anual de 2005 sea 1,3% menor que la tasa promedio para 2004.

Por su parte, el comportamiento de la inflación ha sido estable durante 2004. Mientras que la inflación observada durante 2002 y 2003 fue ligeramente mayor a la meta inicial establecida por el Banco de la República por el efecto de la fuerte depreciación del peso de finales de 2002; en 2004 se logrará cumplir la meta. El comportamiento observado entre enero y octubre de este año permite prever que la inflación se ubicará en 5,4% al finalizar el año, dentro del rango objetivo establecido entre 5 y 6%. Durante este año, el comportamiento de la tasa de cambio se ha convertido en un factor positivo para el control de la inflación. Fedesarrollo espera que durante 2005 la inflación alcance el punto medio del rango de la meta definido entre 4,5% y 5,5%.

El comportamiento conjunto de la tasa de cambio nominal y de la inflación son los principales determinantes de la tasa de cambio real. Esta variable ha sufrido un continuo deterioro después de alcanzar niveles máximos históricos durante 2003. Fedesarrollo proyecta que para finales de este año, a pesar del control efectivo de la inflación doméstica, la apreciación real alcanzará una tasa cercana a 12,7%. Para el próximo año, la baja inflación junto con una leve devaluación nominal del peso conllevarán a una pequeña devaluación real de 2,5%. La información y proyecciones para la tasa de cambio nominal, la inflación y la tasa de cambio real se pueden observar en el Cuadro 1.

Los cambios en la proyección de tasa de cambio e inflación son algunos de los determinantes de las nuevas proyecciones de crecimiento económico y cuenta corriente, que se presentan a continuación.

#### Crecimiento económico

Las nuevas proyecciones de crecimiento económico de Fedesarrollo no implican un cambio en la tasa de crecimiento total

Cuadro 1  
Proyección de tasa de cambio nominal, inflación  
y tasa de cambio real

	2002	2003	2004 <sup>1</sup>	2005 <sup>1</sup>
<b>Tasa de cambio nominal</b>				
Promedio año	2.505	2.878	2.640	2.605
Fin de año	2.865	2.778	2.504	2.642
<b>Inflación</b>				
Acumulación enero-octubre	5,88	5,48	4,89	n.d.
Fin de año	6,99	6,49	5,40	5,00
Rango objetivo Banco de la República	6,0	5-6	5-6	4,5-5,5
<b>Tasa de cambio real (TCR)</b>				
Índice TCR	132,7	131,5	114,7	117,6

<sup>1</sup> Proyectado.

Fuente: Banco de la República, DANE y proyecciones de Fedesarrollo.



proyectada para 2004 y 2005. Ambas proyecciones se mantienen en 3,9% y 4,1%, respectivamente. Los cambios radican en la composición sectorial y en la dinámica de los componentes de demanda que sustentan estas cifras.

En la nueva proyección, el sector agrícola cuenta con un mayor dinamismo durante 2004 y 2005. Aún así, será el sector menos dinámico de todos durante 2004 con una tasa de crecimiento de 2,7%. Su comportamiento durante 2005 será mucho mejor gracias a una evolución más favorable de la tasa de cambio. Por otro lado, las expectativas futuras del sector minero también han sido modificadas. Inicialmente se esperaba que la actividad minera se desacelerara de manera gradual hasta caer ligeramente a lo largo de 2006, como reflejo de la imposibilidad del crecimiento de la producción de carbón para compensar la caída en la producción de petróleo. Sin embargo, a la luz de las cifras de producción de carbón consolidadas para el primer semestre, se espera que al cierre del año se alcancen 52 millones de toneladas, y no 60 como se esperaba inicialmente. La nueva combinación de supuestos adelanta el momento en el tiempo en el cual el PIB minero caerá levemente. Con ello, las nuevas proyecciones de crecimiento del sector son 4,1% para 2004 y -0,4% para 2005.

No existen otros cambios sustanciales en las proyecciones de crecimiento sectorial para 2004 y 2005. Así pues, se espera que el sector más dinámico de la economía durante ambos años sea la construcción, con tasas de crecimiento cercanas a 8%. Aún así, el sector de servicios generará la mayor contribución al crecimiento, gracias a su gran participación dentro del PIB (aproximadamente 44%) (Cuadro 2).

Los principales cambios en la proyección de crecimiento de los componentes de la demanda se localizan en el consumo privado y en las exportaciones. La anterior proyección de consumo privado se basó en aquellos indicadores que mostraban un buen comportamiento futuro como los desembolsos de créditos para consumo y el Índice de Confianza del Consumidor de Fedesarrollo, que alcanzó niveles máximos históricos a principios de este año. Sin embargo, este último indicador sufrió un ligero deterioro durante el tercer trimestre. En la edición pasada de Tendencia Económica se mostró su falta de dinamismo con respecto a las tendencias estacionales de los años anteriores lo que indica que el resultado para el crecimiento del consumo privado podría ser menor al esperado inicialmente. Por lo tanto, Fedesarrollo espera un crecimiento del consumo privado durante 2004 de 3,8%. En todo caso, esta variable será la principal fuente de demanda y el motor de crecimiento durante este año y el siguiente.

Por su parte, las exportaciones han tenido un comportamiento mejor al esperado. La tasa de crecimiento de las exportaciones durante el primer semestre fue 7,3%, cifra que no se observaba desde 1996. En este frente han confluído dos fuerzas opuestas: la apreciación del peso y la recuperación económica de los principales socios comerciales de Colombia, especialmente de Venezuela. El impulso de una mayor demanda externa ha más que compensado el desincentivo de una tasa de cambio menos competitiva. Por lo tanto, Fedesarrollo espera un crecimiento de las exportaciones mayor al originalmente proyectado. Para 2004, se proyecta una tasa de crecimiento de 5,9%. No hay cambios significativos en los demás componentes de la demanda (Cuadro 3).

Originalmente Fedesarrollo proyectaba un déficit en cuenta corriente para 2004 cercano a 2% del PIB. Sin embargo, gracias a un panorama exportador mejor al esperado (en precios de productos básicos y cantidades), la nueva proyección se ubica en 1,58% del PIB. A continuación se muestran los detalles.

### Cuenta corriente

La nueva proyección contempla tanto un mayor flujo de exportaciones como de importaciones. El comportamiento de las exportaciones está determinado por la evolución a lo largo del año del precio de los principales bienes primarios de exportación,

Cuadro 2  
Proyecciones de crecimiento económico  
componentes de la oferta

	2002	2003	2004 <sup>1</sup>	2005 <sup>1</sup>
Agropecuario	0,6	3,3	2,7	3,4
Minería	-4,2	12,4	4,1	-0,4
Industria	1,1	4,2	5,8	6,7
Construcción	13,0	11,7	8,7	8,1
Comercio	1,3	5,0	4,5	4,0
Resto de servicios	2,1	2,1	2,9	3,4
Impuestos menos subsidios	1,6	4,0	4,5	4,2
Producto Interno Bruto (PIB)	1,8	3,9	3,9	4,1

<sup>1</sup> Proyectado.

Fuente: DANE y proyecciones de Fedesarrollo.

Cuadro 3  
Proyecciones de crecimiento económico  
componentes de la demanda

	2002	2003	2004 <sup>1</sup>	2005 <sup>1</sup>
Consumo	1,7	2,0	3,5	3,5
Consumo privado	2,0	2,2	3,8	3,5
Consumo público	0,6	1,2	2,7	3,5
Inversión	10,1	21,7	9,5	7,1
FBKF privado	4,1	21,8	14,3	9,9
FBKF público	17,7	3,4	0,0	1,8
Variación existencias	18,5	101,2	13,2	7,1
Exportaciones	-5,0	3,8	5,9	6,2
Importaciones	0,4	10,0	9,4	6,5
Producto Interno Bruto (PIB)	1,8	3,9	3,9	4,1

<sup>1</sup> Proyectado.

Fuente: DANE y proyecciones de Fedesarrollo.

entre los cuales se destaca el caso del petróleo. La proyección original de exportaciones de petróleo para Colombia se había realizado con un precio promedio de USD31 por barril, pero a la fecha, el promedio del año ronda los USD40 por barril. Incluso, las exportaciones acumuladas de petróleo y derivados a agosto ya sobrepasaron los USD2.500 millones. Fedesarrollo espera que de seguir este comportamiento, las exportaciones de petróleo y derivados durante 2004 de ubiquen entre USD3.800 y USD4.000 millones.

Las exportaciones no tradicionales también han sobrepasado el comportamiento inicialmente esperado para este año. Esto es producto directo de la recuperación económica observada en los principales socios comerciales de Colombia, en particular de Venezuela, importante destino de las exportaciones no tradicionales del país que ha aumentado sus expectativas de crecimiento económico de 7,1% a 12,3% en lo que va del año. Bajo las nuevas condiciones, Fedesarrollo proyecta que las exportaciones no tradicionales aumenten en poco más de USD 1.000 millones durante 2004.

El balance de la renta de factores de la cuenta corriente también ha sufrido cambios sustanciales. El déficit en esta cuenta entre enero y junio de 2004 superó los USD2.000 millones debido a un flujo de dividendos y utilidades mayor al esperado. En conclusión, se espera que el déficit en cuenta corriente ronde los USD 1.500 millones para 2004 y USD 1.000 millones más durante 2005 (Cuadro 4).

### El panorama fiscal

La recuperación económica colombiana cuenta con un riesgo antes de consolidarse plenamente. Los problemas fiscales aún son latentes y cada vez más cercanos. Este hecho se refleja en la proyección de crecimiento para 2005. El mayor crecimiento del consumo público desplazará ligeramente el crecimiento del consumo y la inversión privados. Adicionalmente, el crecimiento sectorial no será igual de balanceado al crecimiento económico en 2003 y 2004. Pero detrás de este escenario se supone que el déficit fiscal logra controlarse durante ambos años, algo de

Cuadro 4  
Proyección de cuenta corriente  
(Millones de USD)

	2002	2003	2004	2005
Cuenta corriente	-1.452	-1.345	-1.493	-2.493
como % del PIB	-1,79	-1,71	-1,58	-2,39
Bienes y servicios no factoriales	-1.227	-1.115	-849	-1.598
Ingresos	14.182	15.527	17.735	17.637
Café	772	806	913	1.085
Petróleo y derivados	3.275	3.383	4.019	3.585
Carbón	990	1.422	1.457	1.627
Otros bienes primarios <sup>1</sup>	469	1.080	1.244	834
No tradicionales <sup>2</sup>	6.287	6.120	7.179	7.515
Otros <sup>3</sup>	2.388	2.716	2.923	2.992
Egresos	15.409	16.642	18.584	19.235
Bienes de consumo	2.465	2.425	2.665	2.690
Bienes intermedios	5.331	5.844	6.973	7.171
Bienes de capital	3.857	4.523	4.679	4.965
Otros <sup>4</sup>	3.757	3.850	4.268	4.408
Renta de los Factores	-2.848	-3.447	-4.021	-4.356
Transferencias	2.624	3.217	3.377	3.461

<sup>1</sup> Ferroniquel, esmeraldas y oro.

<sup>2</sup> Resto de la exportaciones no tradicionales.

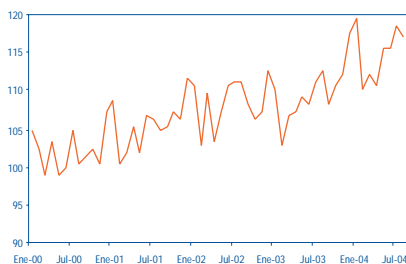
<sup>3 y 4</sup> Operaciones especiales de comercio y servicios no factoriales.

Fuente: Banco de la República. Proyecciones de Fedesarrollo.

lo que no se tiene plena certeza en la actualidad. En primer lugar, el gobierno debe garantizar todas las fuentes de financiamiento del presupuesto del año entrante que ha contemplado, como la actual reforma tributaria y el buen comportamiento de sus entidades descentralizadas. Además, debe controlar los mayores gastos producto de las presiones pensionales y territoriales. Fedesarrollo ha estimado que el crecimiento económico durante 2005 puede ser 0,3 puntos porcentuales menor de no cumplirse la meta de déficit fiscal que el gobierno ha considerado. Por lo tanto, la política fiscal que el gobierno asuma durante los próximos meses tendrá repercusiones importantes en toda la economía colombiana.

## Sector real

ÍNDICE DE COMERCIO AL POR MENOR\*  
(Mensual, agosto de 2004)

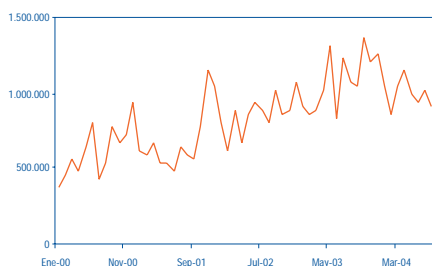


\* Serie desestacionalizada.

Fuente: DANE.

Fecha	ICP	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (agosto 2004)	116,9	-1,3	3,9
Dato anterior (julio 2004)	118,4	2,5	6,3

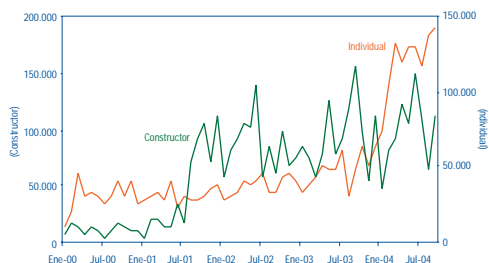
LICENCIAS DE CONSTRUCCIÓN  
(Metros cuadrados, agosto de 2004)



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

Fecha	Licencias de construcción	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (agosto 2004)	914.311	-10,5	-15,4
Dato anterior (julio 2004)	1.021.043	9,6	-16,7
Fecha	Producción de cemento (Ton)	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (agosto 2004)	472.452	-3,3	-0,3
Dato anterior (julio 2004)	488.490	13,7	1,4

PRÉSTAMOS APROBADOS CONSTRUCCIÓN  
(Millones de pesos)



Fuente: Icav.

Fecha	Constructor	VM (%)	VAC* (%)
Dato actual (septiembre 2004)	111.071	72,7	2,0
Dato anterior (agosto 2004)	64.315	-40,4	8,5
Fecha	Individual	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (septiembre 2004)	142.720	3,6	169,2
Dato anterior (agosto 2004)	137.794	17,8	165,8

DESEMPEÑO DE LA INDUSTRIA  
(agosto de 2004)

Descripción	Variación real anual	
	Producción	Ventas
Total con trilla	8,77	7,07
Total sin trilla	8,87	7,13
<b>Principales sectores con variación de producción mayor al promedio</b>		
Vehículos automotores y sus motores	69,93	42,85
Aparatos de uso doméstico	47,68	20,59
Carrocerías para vehículos automotores	47,32	52,37
Fabricación de otros tipos de equipo de transporte	44,39	52,42
Partes, piezas y accesorios para vehículos automotores	43,52	31,71
Maquinaria de uso especial	29,05	-5,29
Maquinaria y aparatos eléctricos	27,89	26,49
Actividades de edición	24,25	16,41
Fabricación de muebles	21,46	15,14

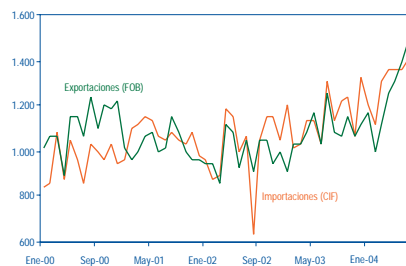
Principales sectores con variación de producción menor al promedio

Bebidas	-1,05	-8,94
Industrias básicas de metales preciosos y metales no ferrosos	-1,88	-0,52
Productos de panadería	-1,93	-1,09
Curtido y preparado de cueros	-4,50	1,20
Productos de tabaco	-5,30	5,08
Maquinaria de uso general	-5,42	-3,89
Producción, transformación y conservación de carne y pescado	-7,73	-7,24
Vidrio y sus productos	-8,82	4,39
Otros productos de madera; corcho, cestería y espartería	-22,45	-21,12

Fuente: DANE, Nueva Muestra Mensual Manufacturera.

## Sector externo

COMERCIO EXTERIOR  
(Millones de dólares)

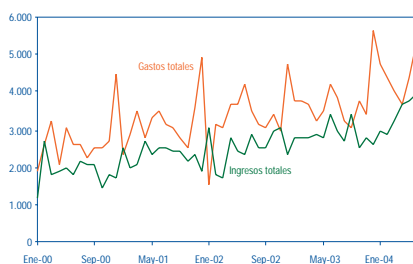


Fuente: DANE.

Fecha	Importaciones	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (agosto 2004)	1.471	3,9	17,5
Dato anterior (julio 2004)	1.415	3,9	15,8
Fecha	Exportaciones	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (agosto 2004)	1.494	0,0	19,1
Dato anterior (julio 2004)	1.494	6,6	16,4
Fecha	Balanza comercial	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (agosto 2004)	23	-70,6	16,4
Dato anterior (julio 2004)	78	103,5	-4,5

## Situación fiscal

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



Fuente: Confis.

Fecha	Ingresos	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (junio 2004)	3.933	16,8	14,9
Dato anterior (mayo 2004)	3.720	34,4	14,7
Fecha	Egresos	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (junio 2004)	5.247	25,2	15,3
Dato anterior (mayo 2004)	4.403	24,5	14,6
Fecha	Déficit/superávit	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (junio 2004)	-1.313	7,1	-6,9
Dato anterior (mayo 2004)	-684	22,4	-6,9

## Situación monetaria

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

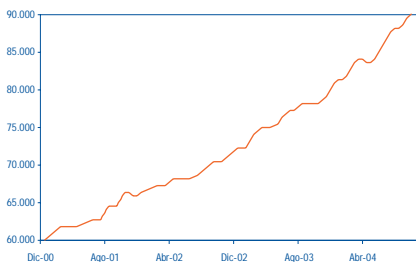


\* Serie desestacionalizada.

Fuente: Banco de la República.

Fecha	M1	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (octubre 2004)	23.603	12,6	14,9
Dato anterior (septiembre 2004)	23.665	14,8	15,2

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



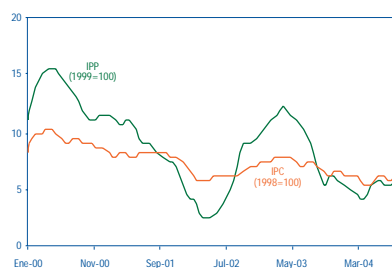
\* Serie desestacionalizada.

Fuente: Banco de la República.

Fecha	M3	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (octubre 2004)	90.596	15,8	12,7
Dato anterior (septiembre 2004)	89.691	14,4	12,4

## INFLACIÓN

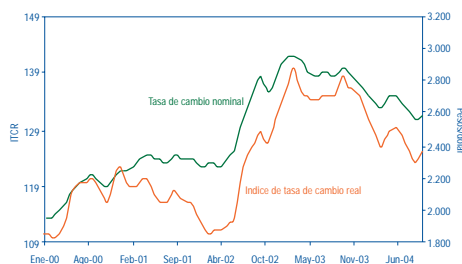
### (Variación porcentual anual, octubre de 2004)



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

Fecha (IPC)	VM (%)	VMA (%)	VAC (%)	VA* (%)
Dato actual (octubre 2004)	0,0	5,9	6,0	6,0
Dato anterior (septiembre 2004)	0,3	6,0	6,0	6,1
Fecha (IPP)	VM (%)	VMA (%)	VAC (%)	VA* (%)
Dato actual (octubre 2004)	0,4	5,8	5,2	5,3
Dato anterior (septiembre 2004)	0,3	5,5	5,1	5,2

## TASA DE CAMBIO



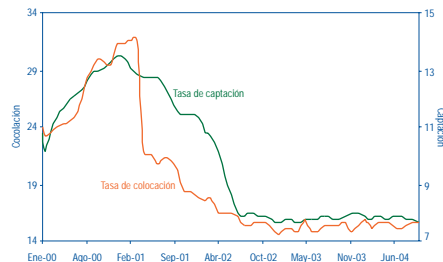
Fuente: Banco de la República.

Fecha	Índice de tasa de cambio real*	VMA (%)	VACO (%)
Dato actual (octubre 2004)	124,87	-9,7	-4,4
Dato anterior (septiembre 2004)	123,16	-8,7	-5,7
Fecha	Tasa de cambio nominal**	VMA (%)	VACO (%)
Dato actual (octubre 2004)	2.581	-10,3	-8,1
Dato anterior (septiembre 2004)	2.553	-10,1	-9,1

\* No tradicionales IPP; \*\* Promedio mes.

## TASA DE INTERÉS

### (Efectiva anual, octubre de 2004)



Fuente: Banco de la República.

Tasas de interés nominales	Octubre 2003	Septiembre 2004	Octubre 2004
Captación	7,8	7,7	7,7
Colocación	15,4	15,7	15,5
Tasas de interés reales			
Captación	1,1	1,7	1,7
Colocación	8,3	9,1	9,1

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