

# Análisis del entorno nacional e internacional de la economía colombiana en 2007-2008: coyuntura y perspectivas\*

Ramón Javier Mesa Callejas\*\*  
Diana Constanza Restrepo Ochoa\*\*\*  
Alexander Tobón Arias\*\*\*\*

*–Introducción. –I. Análisis del contexto internacional. –A. Desempeño reciente de la economía de Estados Unidos. –B. Inflación mundial. –II. Evolución del contexto macroeconómico colombiano en 2007. –A. Desempeño de sectores productivos y comportamiento de la demanda. –B. Dinámica del mercado laboral. –C. Comportamiento de la política fiscal. –D. Política monetaria en la encrucijada de la inflación y la revaluación. –III. Perspectivas de la economía colombiana en 2008. –A. Riesgos del entorno económico mundial. –B. Riesgos del clima político y económico a nivel regional: el caso de Venezuela. –C. Riesgos del contexto macroeconómico nacional. –Referencias bibliográficas.*

Primera versión recibida el 1.º de diciembre de 2007; versión final aceptada el 21 de diciembre de 2007

**Resumen:** la economía colombiana en 2007 crece, por segundo año consecutivo, a una excelente tasa del 7,5%. Sus principales motores de expansión siguen estando liderados por los sectores productivos tradicionales y por el fuerte crecimiento de la demanda interna. Pese a esto, las mayores presiones inflacionarias registradas durante

todo el año llevaron al incumplimiento de la meta establecida por el Banco de la República con una tasa de 5,7%, cifra superior en 1,2 puntos al límite máximo del intervalo establecido. En este sentido, la necesidad de reducir la inflación por la vía del alza en la tasa de interés, comprometió el papel de la política monetaria y cambiaria

\* Este artículo hace parte de los productos derivados del proyecto de investigación titulado: “Metodología para construir un modelo de pronóstico para evaluar el comportamiento del entorno macroeconómico colombiano”, financiado por el Comité de Apoyo a la Investigación – CODI – de la Universidad de Antioquia y desarrollado por el Grupo de Macroeconomía Aplicada de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad de Antioquia. Los autores aparecen en estricto orden alfabético.

\*\* Profesor Titular, Departamento de Economía, Universidad de Antioquia. Docente de Cátedra, Escuela de Economía Universidad Nacional de Colombia, sede Medellín. Dirección electrónica: rjmesa@economicas.udea.edu.co

\*\*\* Economista, “Joven Investigadora” del programa de Colciencias. Dirección electrónica: dcrestrepo@economicas.udea.edu.co

\*\*\*\* Profesor, Departamento de Economía, Universidad de Antioquia. Dirección electrónica: atobon@economicas.udea.edu.co

aumentando la inestabilidad del tipo de cambio. Junto con lo anterior, el complejo panorama internacional que caracterizó a la economía del país desde mediados de 2007, al igual que los riesgos derivados del clima político entre Colombia y Venezuela, se convertirán en factores determinantes que caracterizarán las perspectivas económicas en 2008.

**Palabras clave:** crecimiento económico, política monetaria, política fiscal, revaluación, empleo, sector externo.

**Abstract:** the Colombian Economy grew 7,5% in 2007, the highest growth rate since the 1970's. The traditional productive sectors and the great expansion of domestic aggregate demand have been the main sources of growth. However, the major inflationary pressures along the year led to the unfulfillment of the inflation target established by the Banco de la República, with a rate of 5,7%, 1,2 percentage points greater than the maximum limit of the defined interval (3,5% – 4,5%). In this way, the need to reduce the inflation rate by the means of the rise in interest rates compromised the role of monetary and exchange rate policy and increased the instability of the exchange rate. In addition to this, the complex international context that typified the country's economy since mid 2007, as well as the risks derived from the political climate among Colombia, Venezuela and Ecuador, will be the factors that characterize the economic perspectives for 2008.

**Key words:** economic growth, monetary policy, fiscal policy, exchange rate revaluation, employment, external sector.

**Résumé:** l'économie colombienne en 2007 croît, pour la deuxième année consécutive,

à un taux du 7,5%. Les principaux moteurs d'expansion économique sont les secteurs productifs traditionnels et la forte croissance de la demande interne. Malgré cela, les pressions inflationnistes enregistrées pendant toute l'année n'ont pas permis l'accomplissement de l'objectif établi par la Banque de la République car le taux de inflation s'est fixé au 5,7%, un chiffre qui représente 1,2 points au delà de la limite maximale de l'intervalle établi par la Banque. En ce contexte, le besoin impératif de réduire l'inflation par la voie d'une hausse du taux d'intérêt, n'a pas permis une performance efficace de la politique monétaire et cambiale tout en augmentant l'instabilité du taux de change. En plus, nous constatons que la complexité de l'économie mondiale a caractérisé l'économie du pays depuis la deuxième moitié de 2007, tout comme les risques dérivés du climat politique entre la Colombie et le Vénézuéla, lesquels constituent des facteurs déterminants dans les perspectives économiques pour 2008.

**Mots clé:** croissance économique, politique monétaire, politique budgétaire, appréciation, emploi, secteur externe.

**Clasificación JEL:** E52, E62, E20, F43

## Introducción

Por segundo año consecutivo los resultados macroeconómicos en Colombia señalan la consolidación del auge económico, reflejada en una tasa de crecimiento del PIB del 7,5%, cifra no registrada desde la segunda mitad de los años setenta. Sin embargo, al revisar la evolución del PIB trimestral durante todo el año, se percibe una lenta desaceleración de la actividad económica,

en parte como resultado de la política del Banco de la República de moderar el crecimiento de la demanda interna a través de aumentos sucesivos en la tasa de interés de intervención. Este panorama contrasta con los resultados en materia inflacionaria, los cuales no fueron tan favorables pues la inflación al cierre del año fue 5,7%, con lo cual se incumplió la meta de inflación presupuestada para 2007. Así mismo, a pesar de la mejoría de los indicadores del mercado laboral al final del año, los cuestionamientos sobre este tema continúan y se mantiene el debate sobre los efectos reales del crecimiento sobre el empleo.

Este contexto estuvo determinado por un entorno mundial complejo caracterizado, especialmente, por la crisis del mercado hipotecario en los Estados Unidos, la fuerte alza en los precios del petróleo y la inflación de alimentos. Si bien en 2007 la economía colombiana mostró una mayor capacidad de respuesta ante estos fenómenos, no se puede descartar que el próximo año estos factores comiencen a limitar las posibilidades de una mayor expansión de la actividad económica en el país. Prueba de lo anterior es que junto a los fenómenos ya citados, la inestabilidad política y económica en Venezuela, las menores tasas de interés en los Estados Unidos, como consecuencia de la anunciada recesión en este país, y la devaluación del dólar, probablemente profundizarán la revaluación del peso y con ello la incertidumbre para el futuro de las exportaciones colombianas.

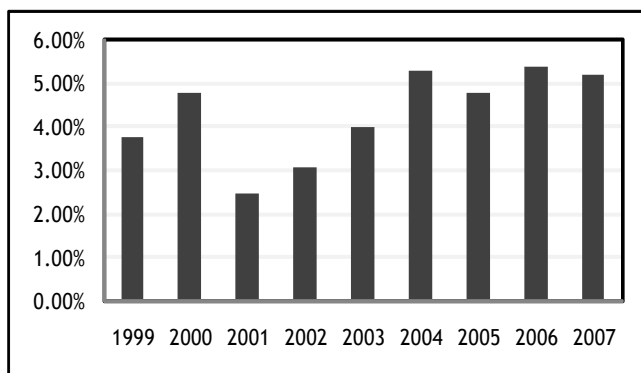
Con base en lo anterior, este artículo tiene como objetivo central analizar el entorno internacional y nacional que caracterizó a la economía colombiana en 2007, destacando aquellos hechos que influyeron

de manera notable en el desempeño de la actividad económica nacional en el presente año. Igualmente, analizamos la coyuntura y las perspectivas que puede enfrentar la economía en 2008, enfatizando en varios riesgos fundamentales a nivel mundial, regional y local. De acuerdo con lo anterior, el trabajo está dividido en tres secciones: en la primera se realiza una síntesis del contexto internacional, en la segunda sección se detalla la evolución del contexto macroeconómico colombiano en 2007 y, finalmente en la tercera y última parte, se discuten las perspectivas de la economía colombiana para 2008.

## I. Análisis del contexto internacional

El Fondo Monetario Internacional—FMI—, en su informe de octubre de 2007, anunció que a pesar de las turbulencias financieras, la economía mundial presentó un sólido crecimiento durante los primeros seis meses del año, explicado en gran medida por el excelente desempeño de las economías de China, India y Rusia, que concentran la mitad de este crecimiento mundial (FMI, 2007, p. 35). A pesar de ello, las perspectivas de crecimiento mundial del FMI se han revisado a la baja en razón del alza persistente en el precio del barril de petróleo causada por las restricciones en su oferta, determinada por la Organización de Países Exportadores de Petróleo—OPEP—. Las turbulencias en el mercado financiero percibidas desde finales de julio parecen tener un mayor impacto sobre el desempeño de la economía de Estados Unidos que sobre el resto de las economías del mundo en su conjunto (Gráfico 1).

**Gráfico 1**  
**Tasa de crecimiento del PIB real mundial**



Fuente: FMI, cifra de 2007 proyectada en octubre.

La evolución de las economías de América Latina es igualmente positiva, pero se espera que en 2007 el desempeño sea inferior al constatado en 2006, justificado en parte por el deterioro de la economía norteamericana, principal socio de la región y por la revaluación de las monedas nacionales a causa de la devaluación del dólar. La continua depreciación de la divisa norteamericana, que ha venido afectando a los países exportadores de materias primas hacia esa economía, se debe principalmente a que Estados Unidos busca darle mayor competitividad a sus propias exportaciones en un mercado mundial concentrado en los productos chinos. Por su parte, el fuerte aumento de la entrada de capitales a la región durante 2007 ha impulsado la mayor revaluación. Esto último ha estimulado los precios de las acciones locales, la demanda de créditos y el aumento de las importaciones, disparando el consumo doméstico y, por tanto, el repunte de la inflación (FMI, 2007, p. 102). Según la CEPAL (2007), el incremento de la inflación podría ser la

sorpresa para las economías de la región en 2008, aunque su aumento se ha mantenido moderado gracias a que la política económica en América Latina sigue mostrando una importante efectividad. En este sentido, el FMI proyecta que la tasa de inflación de la región en 2007 permanecerá alrededor del 5,2% (FMI, 2007, p. 101).

En otro orden de ideas, el desempeño reciente de la economía de Estados Unidos y la evolución de la inflación mundial son dos factores que han tenido un impacto importante sobre la economía colombiana. Veamos estos dos hechos:

#### **A. Desempeño reciente de la economía de Estados Unidos**

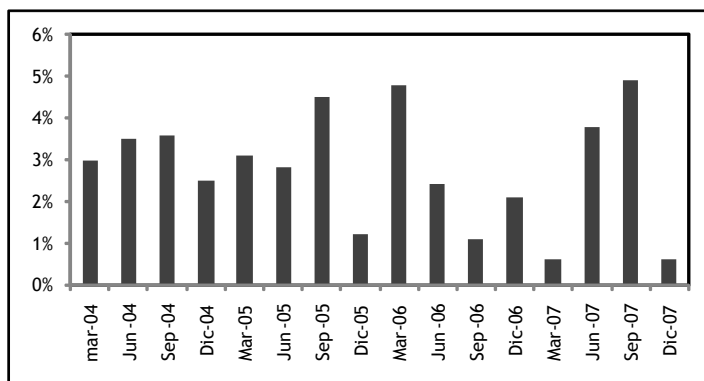
El desempeño reciente de la economía de Estados Unidos es uno de los peores en los últimos años y comienza a tener importantes repercusiones a nivel mundial, dado el contexto actual de globalización y de consolidación del liderazgo de la economía china. El origen de los malos

resultados es la crisis del motor de la economía americana: el mercado del crédito respaldado en la expectativa de valorización real de la propiedad raíz (el mercado hipotecario de alto riesgo ó *subprime*). Al respecto, desde principios de 2006, las instituciones financieras en el negocio del *subprime* relajaron las condiciones de los créditos, proponiendo líneas de créditos sin respaldo en los ingresos llamadas NINJA (No-Income-No-Job-No-Asset) (Clavijo, 2007). Esta modalidad de crédito fragilizó en el corto plazo el reembolso de los créditos y aumentó la morosidad y la cartera de estas instituciones. Esta situación ha generado una restricción en los nuevos créditos, así como una falta de liquidez importante en las instituciones financieras, las cuales se encuentran con un parque inmobiliario que deben saldar a precios muy bajos para recuperar liquidez.

La esperanza de las instituciones financieras para mejorar su liquidez ha sido una baja en las tasas de interés de la FED. Por su parte, las instituciones ya habían subido sus propias tasas de interés y endurecido las condiciones de los créditos. Con ello se resintió el mercado financiero mundial al registrarse desvalorizaciones importantes en acciones y bonos transados en las bolsas de valores del mundo. Algunos bancos centrales han reaccionado rápidamente bajando las tasas de interés de corto plazo. Se destacan la disminución de las tasas primarias de descuento por ventanilla, la disminución de los costos de intermediación entre corredores primarios y la aceptación de títulos adicionales como colaterales para los retiros (Sánchez, A. Sánchez E, 2007).

Las consecuencias de la crisis del mercado hipotecario son esperadas sobre el sector real de la economía. En efecto, el gobierno de Estados Unidos y la FED anticiparon una desaceleración del PIB y un aumento de la inflación para el último trimestre de 2007. Se comenzó entonces a hablar de una estanflación, por lo cual la FED intervino de manera decisiva a finales de 2007. Para octubre de 2007, la tasa de fondos federales pasó de 4,75% a 4,5% y la tasa de descuento de 5,25% a 5%, mientras que un conjunto de otras reducciones ya habían tenido lugar en septiembre. A pesar de ello, los signos de recuperación del mercado inmobiliario no se vieron y los malos resultados del desempeño de la economía se hicieron públicos a finales del año. El Departamento de Comercio anunció que la tasa de crecimiento del PIB real para 2007 fue de 2,2%, es decir la tasa más baja desde 2002 cuando el PIB había crecido tan solo 1,2%, en parte justificado por los atentados del once de septiembre. Durante el tercer trimestre éste había alcanzado 4,9%, un crecimiento trimestral bastante significativo respecto a los años anteriores y al primer trimestre de 2007 cuando la tasa de crecimiento del PIB ya se había ubicado en 0,6%, es decir al mismo nivel del último trimestre (Gráfico 2). Los rubros menos dinámicos han sido algunos componentes de la inversión doméstica privada (entre ellos las compras de equipos y software), las exportaciones, el gasto del gobierno federal y las importaciones (que son una substracción en el PIB) que aumentaron levemente. Entre otros sectores, se destaca la importante disminución en la producción de vehículos, otro sector clave de la economía norteamericana.

**Gráfico 2**  
Tasa de crecimiento trimestral del PIB real, Estados Unidos

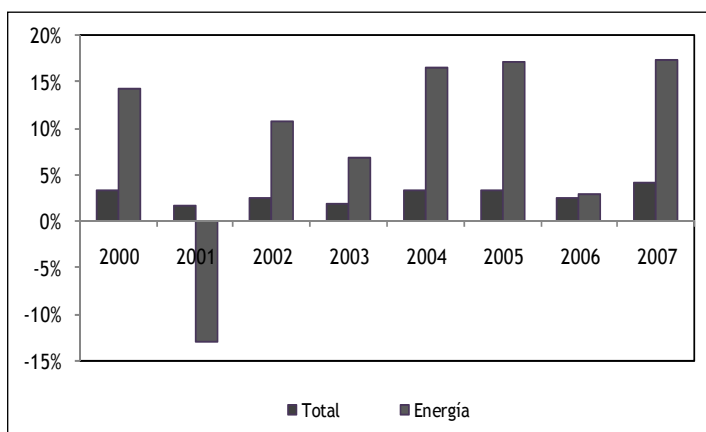


Fuente: United States Department of Commerce.

En materia de inflación, el asunto fue más preocupante. El Departamento de Trabajo informó que la tasa de inflación de 2007 fue de 4,1%, es decir la mayor tasa de inflación registrada desde hace 17 años en ese país, y de lejos la más alta en los últimos siete años. El sorprendente incremento está justificado en gran parte por el aumento del precio de la energía, especialmente

durante noviembre y diciembre, seguido en su orden por el alza en el precio del vestuario, de los cuidados médicos y de los alimentos. Es importante señalar que el alza del precio de la energía en 2007 fue de 17,4%, el mayor aumento de los últimos años cuando apenas en 2006 se registró el aumento mas leve con un 2,9% (Gráfico 3).

**Gráfico 3**  
Tasa de inflación total y tasa del sector energético, Estados Unidos



Fuente: United States Department of Labor.

En materia de indicadores del mercado laboral, el asunto es temporalmente más alentador. Para 2007, la tasa de desempleo se ubicó en el mismo nivel de 2006, es decir alrededor del 4,6%. Habría que remontarse hasta el 2000 para encontrar una tasa inferior. Al observar la evolución mensual de la tasa de desempleo durante 2007 (Gráfico 4) se tiene una permanencia del nivel de empleo gracias a que se man-

tuvo la creación de éstos, pues, en sólo, el mes de marzo se crearon 177 mil empleos, seguido de mayo con 162 mil y octubre con 140 mil. En diciembre se crearon 82 mil empleos, lejos del peor mes que fue febrero con 25 mil empleos. Sin embargo, para enero 2008, se anunció una pérdida de al menos 17 mil puestos de trabajo, lo que sería la mayor pérdida de empleos en cuatro años.

Gráfico 4  
Tasa de desempleo, Estados Unidos



Fuente: United States Department of Labor.

En el estado actual de la economía norteamericana, las perspectivas para las economías en América Latina en los próximos años no son del todo alentadoras. El mal desempeño de la economía de Estados Unidos afecta el desempeño económico de las economías regionales al menos por dos vías. Por la primera vía, la FED viene devaluando fuertemente el dólar en términos de las demás monedas mundiales con el ánimo de reconfortar sus exportaciones frente la fuerte competitividad de China. De esta manera, el impacto negativo sobre las exportaciones de las economías nacionales

se da no sólo por cuenta de la revaluación de sus monedas, sino también por una eventual reducción de las importaciones estadounidenses ante la desaceleración de esa economía. La segunda vía tiene que ver con el sistema financiero, ya que la mayoría de economías de la región cada vez están más integradas al mercado financiero mundial, con lo cual las turbulencias financieras internacionales tienen mayor impacto local. Si la crisis del mercado inmobiliario persiste, cabrían por lo menos dos impactos negativos, el primero, y el más directo, es la caída en los precios de las

acciones transadas en las bolsas, lo cual tiene graves consecuencias de corto plazo pues pone en riesgo el futuro de la inversión de las grandes compañías. El segundo impacto es que el aumento de la cartera vencida en Estados Unidos envía una mala señal a los bancos latinoamericanos quienes empiezan igualmente a temer por su liquidez, lo cual se podría traducir en una rápida reversión de los flujos de capital y con ello el preámbulo de una crisis financiera regional.

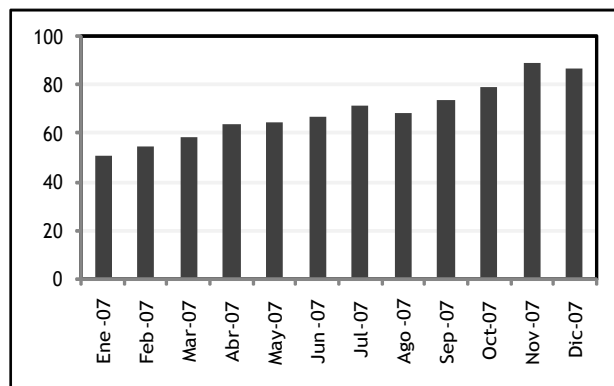
### B. Inflación mundial

Durante 2007, las presiones inflacionarias volvieron a ser motivo de preocupación mundial, no tanto por su magnitud sino por su origen. El aumento de los precios viene siendo jalonado en gran medida por los países emergentes y en desarrollo

y, como se dijo antes, por la economía norteamericana.

En general, las recientes presiones inflacionarias están asociadas a la inestabilidad persistente en el mercado del petróleo. En efecto, la demanda mundial de petróleo continúa en fuerte aumento desde 2004, mientras que las restricciones de la oferta incitan cada vez con más frecuencia al aumento inusitado del precio del barril. En ese sentido, en dos ocasiones durante los últimos seis meses, el barril ha sobrepasado la barrera de los 100 dólares, un aumento sin precedentes en la historia de este mercado. Igualmente, la devaluación del dólar ejerce presión sobre el precio del crudo. El Gráfico 5 muestra la evolución del precio del barril, donde el aumento del precio entre enero y diciembre de 2007 fue de 71,6%.

Gráfico 5  
Precio mundial del barril de petróleo en 2007



Fuente: OPEP.

El alza espectacular en el precio del petróleo se justifica en gran parte por el aumento sostenido de la demanda mundial de petróleo ante las importantes restricciones en su producción impuesta por la OPEP. Si bien es difícil anticipar las evoluciones en la

oferta, del lado de la demanda se anticipan importantes cambios para 2008. La China es hoy el segundo mayor demandante después de Estados Unidos. Sin embargo, ante la crisis económica que vive la economía norteamericana y sus impactos en el creci-

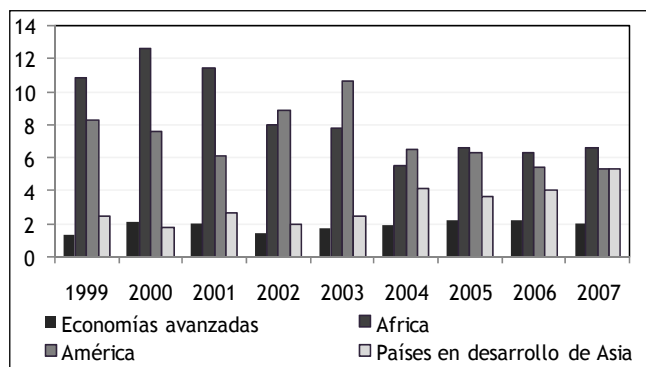


miento mundial, se espera una disminución en la demanda mundial de petróleo para 2008 respecto a 2007. En suma, la volatilidad en el mercado del petróleo tiene, al menos, dos consecuencias. Por un lado, se han encarecido los derivados del petróleo, en especial la gasolina, pues los stocks en refinería se han reducido de manera notable (FMI, 2007, pp. 48-49). Por otro lado, se está fortaleciendo el mercado de los sustitutos indirectos del petróleo como los biocombustibles.

Esta última consecuencia está teniendo un impacto significativo en la evolución de la tasa de inflación mundial (Gráfico 6). Del lado de la oferta, el año 2007 mostró los riesgos de la consolidación de este mercado respecto a la producción mundial de alimentos. La producción de soja, maíz, trigo, caña de azúcar dedicada a producción de

biocombustibles (etanol, biodisel) redujo las cantidades destinadas al consumo no productivo, provocando presiones inflacionarias importantes. De la misma manera, la oferta de carne se está reduciendo porque parte de las zonas de forraje se están dedicando al cultivo de productos destinados a los biocombustibles. Adicionalmente, los cambios climáticos han destruido parte de la producción agrícola, en especial de trigo haciendo aumentar su precio a niveles no alcanzados desde mediados de los noventa (FMI, 2007, p. 60). Por el lado de la demanda, el crecimiento de la población mundial, especialmente en Asia y África ejerce igualmente presiones inflacionarias en el mercado de los alimentos. Según el FMI (2007, p. 46), el índice de precios de los productos básicos y energía aumentó en un 21% durante los primeros ocho meses de 2007.

**Gráfico 6**  
Tasa de inflación mundial por grupo de países



Fuente: FMI.

## II. Evolución del contexto macroeconómico colombiano en 2007

El gran dinamismo que mostró el PIB en 2007 creciendo a una tasa del 7,5% anual,

por encima del nivel alcanzado en 2006 (6,8%), tuvo como principales motores de expansión a los sectores productivos tradicionales como industria, construcción y comercio. De la misma manera, la demanda

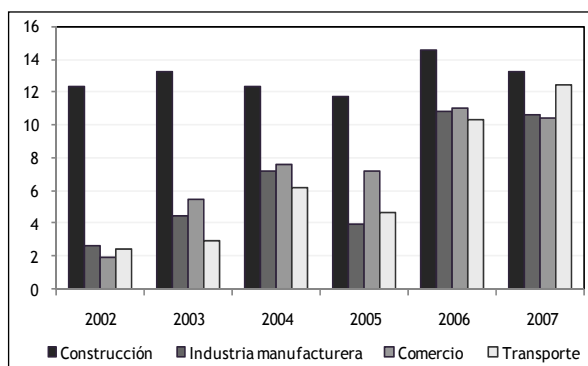
interna, impulsada por el dinamismo de la inversión y la expansión del consumo privado, continuó mostrando importantes tasas de crecimiento como en los años anteriores, registrando un incremento al cierre de 2007 de 9,74% (Gráfico 7a y 7b). Por su parte, el incremento de las exportaciones en un contexto de fuerte revaluación, la mejoría en algunos indicadores del mercado laboral y la disminución del déficit fiscal<sup>1</sup>, dejan un balance positivo de la economía colombiana al finalizar el año. Sin embargo, las preocupaciones por el incumplimiento de la meta de inflación, el crecimiento del déficit en cuenta corriente a pesar de los altos precios internacionales del petróleo y el complejo panorama internacional,<sup>2</sup> se convirtieron en los factores que empañaron el buen desempeño del contexto macroeconómico colombiano en 2007.

A continuación se presenta una síntesis de algunos de estos aspectos.

### A. Desempeño de sectores productivos y comportamiento de la demanda

Con respecto al dinamismo de los sectores productivos, en 2007 se mantuvo el ritmo de crecimiento de sectores como industria (10,6%), comercio (10,4%) y transporte (12,5%) (Gráfico 8); entre tanto, las categorías relacionadas con el sector financiero mostraron un importante crecimiento en 2007. Sin embargo, la construcción, el sector más dinámico de la economía colombiana en lo que va corrido de esta década, mostró una drástica desaceleración durante el segundo y el tercer trimestre;<sup>3</sup> a pesar de ello, el crecimiento del sector en 2007 fue 13,3%, poco más de un punto por debajo del nivel alcanzado en 2006.

**Gráfico 7a**  
Crecimiento anual de los sectores productivos más representativos

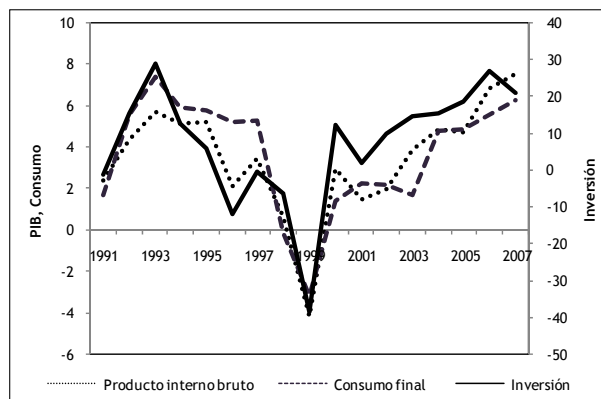


1 Esto, sin embargo, debe tomarse con cautela, pues no implica que el país se esté moviendo hacia una senda sostenible de las finanzas públicas. Al respecto, en esta edición del Perfil de Coyuntura, Gómez y Rhenals (2008) muestran que la reducción que ha mostrado el déficit primario estructural en lo corrido de la década es bastante pequeña.

2 Tal como lo reseñamos en la sección anterior.

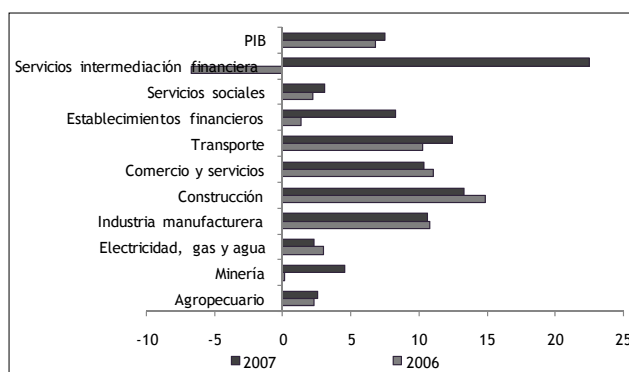
3 Luego de crecer 30,5% en el primer trimestre, el sector de la construcción redujo su ritmo de crecimiento a 6,8% y 2,7% en el segundo y tercer trimestre, respectivamente.

**Gráfico 7b**  
**Crecimiento anual Consumo, Inversión y PIB**



Fuente: DANE.

**Gráfico 8**  
**Crecimiento anual del PIB por ramas de actividad**



Fuente: DANE.

Varios factores permitieron mantener, e incluso superar, el dinamismo que mostró la mayoría de los sectores productivos en Colombia, a saber: la revaluación del peso, la cual favoreció las importaciones de todo tipo de productos para estos sectores a nivel de bienes finales, insumos y maquinaria; el dinamismo del mercado venezolano; las bajas tasas de interés para el crédito productivo; la mayor confianza en la economía derivada de la política de

seguridad democrática y el crecimiento de los ingresos, derivado del aumento del empleo y el PIB.

En el caso de la industria, buena parte de su excelente desempeño está explicada por la buena dinámica de los mercados internacionales, en especial Europa y Venezuela, que impulsaron la producción exportable colombiana de productos no tradicionales, cuya participación dentro del total de

exportaciones ascendió a cerca del 32%.<sup>4</sup> Igualmente, se destaca la continuidad en la inversión orientada a mantener la capacidad instalada y a mejorar la competitividad de la actividad. Esta inversión nacional se vio complementada por el crecimiento en la inversión extranjera estimulada por la buena situación del país y por la política de alianzas estratégicas (joint-venture, fusiones, etc.) practicada por el empresariado nacional (ANDI, 2008). De la misma manera, los beneficios de la reforma tributaria y las mayores importaciones de insumos y maquinaria caracterizaron el buen año de la industria colombiana en 2007.

Por su parte, el comercio mostró un desempeño favorable impulsado básicamente por el comportamiento de los bienes durables. El incremento de las ventas reales entre enero y diciembre de 2007 con respecto al mismo período de 2006 fue de 9,5%, lo cual se explica básicamente por el dinamismo que mostraron tres clases de bienes: vehículos automotores y motocicletas, que contribuyó con 4,04 puntos porcentuales a la variación de las ventas reales totales, seguida por muebles y electrodomésticos, cuya contribución fue de 0,82 puntos porcentuales y por muebles y equipo para oficina, que sumó 0,80 puntos porcentuales a la variación del total (DANE, 2008a).

El sector de la construcción creció 13,3% en 2007, con respecto al mismo período de 2006, relacionado en gran parte con el

incremento que mostró la construcción de obras civiles a partir de la dinámica registrada por el indicador de pagos reales efectuados en este tipo de obras que aumentó 29,4% durante el período. De igual forma, las edificaciones mostraron un buen dinamismo en 2007, ya que el área nueva en proceso creció 15,4% entre enero y diciembre de 2007 con respecto al mismo período de 2006, debido especialmente a vivienda multifamiliar, oficinas y educación, que aportaron 17,4% a la variación total (DANE, 2008b y 2008c).

Por componentes de demanda, el consumo y la inversión jalonaron el crecimiento económico en 2007. Varios factores contribuyeron al dinamismo de dichas variables. De un lado, la mayor confianza en la economía del país, las bajas tasas de interés, las facilidades de crédito ofrecidas por las instituciones financieras, el incremento del ingreso de los colombianos y la misma revaluación, impulsaron el consumo y la inversión, cuyas tasas de crecimiento en 2007 fueron de 6,3% y 21,2%, respectivamente. De otro lado, el buen desempeño de la economía mundial produjo efectos positivos al menos en dos frentes: primero, la inversión extranjera en Colombia, que se constituyó en una fuente importante de financiación del gasto y dinamizó la economía;<sup>5</sup> y segundo, el incremento de las exportaciones colombianas (en dólares), impulsadas en gran medida por Venezuela y Ecuador y por los países que componen

4 Las ventas de productos colombianos a la unión europea en 2007 se incrementaron 30,8% para un valor de US\$4,362 millones. Por su parte, el mejor comportamiento se dio en las ventas a Venezuela, al aumentar 93% en 2007, alcanzando un valor de US\$5,210 millones lo que significa una participación del 17,4% en el total exportado y cerca del 3% del PIB. En 2007, las exportaciones totales del país ascendieron a US\$29.991 millones.

5 Cabe anotar, sin embargo, que gran parte de la Inversión Extranjera Directa en 2007 se explica por privatizaciones de empresas estatales y por la venta de algunas empresas privadas.

la MERCOSUR, pero también por la fuerte demanda mundial de carbón y por el incremento de los precios internacionales del café, el petróleo y los alimentos.<sup>6</sup>

Sin embargo, debido a los constantes incrementos de las tasas de interés, como medida para contener el repunte inflacionario, en el tercer trimestre se dio una leve desaceleración de la economía, sobre todo de la demanda interna, que en ese período mostró la menor tasa de crecimiento (8,3%) en los últimos dos años. Ello se presentó especialmente por la drástica reducción en el ritmo de crecimiento de la inversión durante ese trimestre (14,2%), cuando rompió la tendencia que traía desde septiembre de 2005 con tasas de crecimiento superiores al 20% (DANE, 2008d). Este comportamiento no es del todo sorprendente, pues ya desde comienzos del segundo semestre se esperaba la moderación de los niveles de confianza de los inversionistas.<sup>7</sup> La reducción en el ritmo de inversión durante el tercer trimestre se explica básicamente por tres razones: primero, el incremento en las tasas de interés a lo largo de 2007; segundo, la reducción en las expectativas de producción generada por el incremento en el nivel de existencias y la disminución en el nivel de pedidos desde finales de 2006 que han registrado algunos empresarios; finalmente, la preocupación que generaron la volatilidad de los mercados internacionales y el aumento de las expectativas de inflación entre los industriales.

El consumo final, que creció 6,3% en 2007, estuvo impulsado básicamente por el consumo de los hogares, cuya tasa de crecimiento fue de 7,3%; ambas categorías registraron las tasas de crecimiento más altas en, al menos, los últimos 13 años. Esto último tiene una relación directa con el hecho de que la confianza de los consumidores mostró un incremento importante a lo largo de todo el tercer trimestre y continuó así hasta el mes de octubre, cuando el Índice de Confianza del Consumidor–ICC– alcanzó su máximo histórico, 37,7% (Fedesarrollo, 2007a).

Las exportaciones también han revelado un comportamiento dinámico a pesar del fenómeno revaluacionista que ha vivido el país durante 2007. En este año, las exportaciones en dólares mostraron incrementos importantes con respecto al mismo período de 2006, creciendo 23%, impulsadas por el dinamismo que presentaron los productos tradicionales, que crecieron 20,3%, y los no tradicionales, cuyo incremento en 2007 fue de 25,5% con respecto a 2006.

Si bien a lo largo del año se observó un alza continua de los precios internacionales de algunos de los bienes más representativos de las exportaciones tradicionales, como el petróleo y los alimentos, el incremento de las exportaciones también se explica por el incremento de las cantidades exportadas. En cuanto a los bienes que mayor dinamismo mostraron a lo largo del año, se destaca

5 Cabe anotar, sin embargo, que gran parte de la Inversión Extranjera Directa en 2007 se explica por privatizaciones de empresas estatales y por la venta de algunas empresas privadas.

6 Esto último es, sin embargo, motivo de preocupación debido a que ha sido la principal causa del repunte inflacionario, no solo en Colombia, sino a nivel mundial.

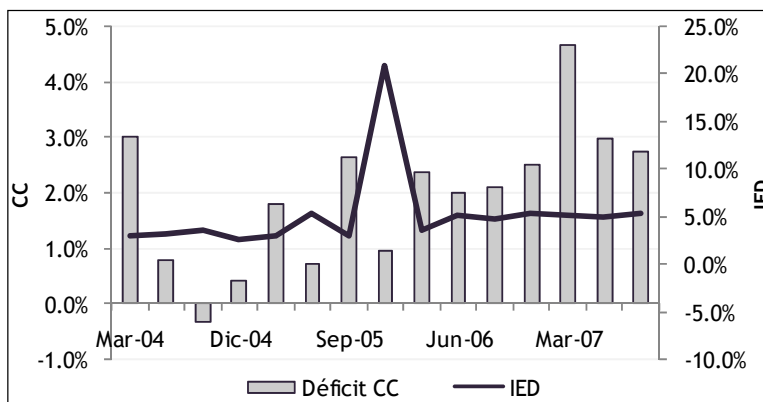
7 De hecho, en octubre de 2007, el Índice de Confianza Industrial –ICI– de la Encuesta de Opinión Industrial de Fedesarrollo, mostró su valor más bajo desde octubre de 2005, con lo cual se reforzó la tendencia que venía desde finales de 2006 (Fedesarrollo, 2007b).

el crecimiento de los productos tradicionales, cuyas exportaciones en volúmenes<sup>8</sup> aumentaron 9,5%, especialmente por el crecimiento de las ventas internacionales de carbón (12,0%), petróleo (6,7%) y café (4,0%).<sup>9</sup> La exportación de productos industriales también mostró un importante incremento en volúmenes (4,0%) si se le compara con el crecimiento exhibido en el mismo período de 2006, cuando creció sólo 1,0%. El aumento de las ventas internacionales de estos productos se explica básicamente por el dinamismo de la categoría maquinaria y equipo, la cual creció 18,6% en 2007, e industria automotriz, cuyo crecimiento en 2007 casi triplicó el de 2006 al alcanzar un ritmo de expansión de 40,4% (MINCOMERCIO, 2008).

No obstante, el crecimiento de las exportaciones en 2007 no fue suficiente para mantener el equilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Las importaciones

crecieron 25,8% en dólares, mientras que las exportaciones crecieron a una tasa ligeramente inferior. Dos aspectos se destacan con respecto a este punto, uno negativo y otro positivo. El aspecto positivo del incremento de las importaciones a lo largo de 2007 es, sin duda, el dinamismo que mostraron las importaciones de bienes de capital, que crecieron 27,7% en 2007, en comparación con el 21,2% de 2006. Según lo esperado, esto sería un factor a favor de la industria en el país, pues conllevaría a mejoras en la productividad. El negativo tiene que ver con la profundización del déficit en cuenta corriente, que en el primer trimestre de 2007 superó 4% del PIB y que a pesar de haber comenzado a disminuir después del segundo trimestre, aún se ubica en niveles cercanos a 3% (Gráfico 9). No obstante, a diferencia del pasado, el déficit en cuenta corriente está financiado básicamente mediante inversión extranjera directa, que le resta volatilidad a la economía.

**Gráfico 9**  
**Déficit en Cuenta Corriente e IED como porcentaje del PIB**



Fuente: Cálculos propios con datos del Banco de la República

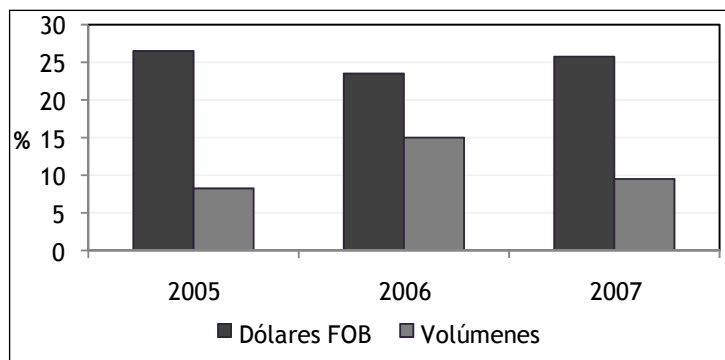
8 Datos a noviembre de 2007.

9 Las tasas de crecimiento anuales para el acumulado entre enero y noviembre de 2006 con respecto al mismo período de 2005 que mostraron el petróleo y el café fueron -2,1% y -1,2% (MINCOMERCIO, 2008).

Aunque en general se habla de un fuerte incremento de las importaciones, que podría estar potenciado por condiciones favorables como las ya mencionadas (la mayor confianza en la economía, tanto de consumidores como de inversionistas, el incremento en el ingreso y la pronunciada revaluación del peso), los datos parecen mostrar que no ha sido un período excepcional en lo que a las importaciones se refiere y que más bien éstas han mantenido tasas de crecimiento relativamente estables, aunque no despreciables, en los últimos años. Lo que sí se observa, a juzgar por la evolución de las importaciones en volúmenes (Gráfico 10), es que su pro-

nunciado incremento parece ser en gran medida un fenómeno monetario causado por el alza en los precios internacionales de algunos de los productos importados por Colombia. En 2007, específicamente, se puede hablar de un fuerte incremento en el precio de las materias primas, que en dólares mostraron tasas de crecimiento superiores a 50%, pero buena parte de su dinamismo estuvo relacionada con el fenómeno mencionado; un ejemplo de ello es la evolución de este rubro durante septiembre, que manifestó un crecimiento de 36,9% en valor, mientras que su volumen importado cayó 12% (Bancolombia, 2007).

**Gráfico 10**  
Crecimiento anual de las importaciones totales en Colombia



Fuente: Mincomercio y cálculos propios con datos del Banco de la República.

## B. Dinámica del mercado laboral

A pesar de que la economía colombiana había venido creciendo a ritmos superiores al 5% a lo largo de 2006 y 2007, los indicadores del mercado laboral no respondieron a esta importante dinámica de crecimiento; inclusive, a juzgar por las cifras, el empleo no reflejó adecuadamente este buen momento de la economía, dado

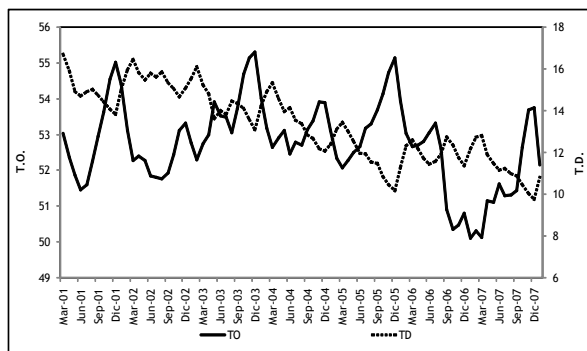
que se presentó un descenso significativo en la tasa de ocupación al pasar de niveles del 55% que se registraron en octubre de 2005 a cerca del 49% al cierre del primer trimestre de 2007 (Gráfico 11), el más dinámico del año. De la misma manera, la tasa de desempleo no sufrió mayores cambios y se estabilizó en valores superiores al 11% (DANE, 2008e), más de 4 puntos

del nivel alcanzado en el último auge que registró la economía colombiana en la primera parte de los noventa cuando la tasa de desempleo llegó a alcanzar niveles del 7% para un crecimiento medio del 5% anual, entre 1991-1995.

Bajo este contexto, sin lugar a dudas, estos resultados han generado una gran controversia y debate en el país, no sólo por los impactos reales del crecimiento sobre el empleo en períodos de auge, sino también, por las causas que vienen limitando una importante reducción de la tasa de desempleo. Al respecto, varias explicaciones han surgido para este hecho, algunas teóricas y otras relacionadas con aspectos técnicos de la encuesta de hogares. Según Rodríguez (2007), dicho

fenómeno ya ha comenzado a hacerse visible en otros países, como Alemania. La idea central de este postulado es que el cambio tecnológico lleva a un reemplazo de la mano de obra que va en detrimento del mercado laboral nacional, a la vez que, con el incremento en las importaciones, se dinamiza el empleo en otros países. Según el autor, el crecimiento de la economía colombiana en los últimos años ha estado jalonado por sectores que no son intensivos en mano de obra y que, en algunos casos, tienen poco encadenamiento hacia otras actividades productivas, lo cual junto con el dinamismo que han evidenciado las importaciones, llevaría a pensar que es posible que en Colombia se esté presentando dicho fenómeno.

**Gráfico 11**  
Tasa de ocupación y tasa de desempleo. (Trimestre móvil)



Fuente: DANE.

De otro lado, al analizar las cifras del mercado laboral colombiano entre 2003 y 2006, Rodríguez (2007) muestra cómo la reducción en la cifra de desempleo de 15,6% a 12,1% durante este período no estuvo acompañada por la creación de nuevos puestos de trabajo, sino que la

disminución en el número de desocupados quedó relacionada con un incremento de la población inactiva. Este fenómeno se puede explicar por el importante papel que han venido jugando las remesas en el ingreso de las familias colombianas (Reina y otros, 2006),<sup>10</sup> así como por la

10 Citado por Rodríguez, (2007, p. 52).



posibilidad de que los jefes de hogar hayan mejorado su situación laboral y ello haya permitido a otros integrantes del núcleo familiar salir del mercado para retomar estudios o labores domésticas (Banco de la República, 2007).

Otro grupo de causas que se pueden argumentar en esta discusión está asociado con los efectos de la revaluación sobre muchas empresas exportadoras, que han tenido que cerrar plantas y suprimir turnos por la pérdida de los ingresos de exportación en moneda nacional.<sup>11</sup> Igualmente, los beneficios de la última reforma tributaria que premió los descuentos en impuestos por la inversión en maquinaria y equipos, junto con la mayor utilización de tecnología por parte de los empresarios, han limitado las posibilidades reales de un incremento importante en los niveles de ocupación.

De otro lado, parece existir un consenso sobre la idea de que el cambio de metodología aplicado a la Gran Encuesta Integrada de Hogares sea el gran culpable del embrollo, pues es probable que haya generado cambios a la serie del empleo que hagan imposible su comparación con datos de períodos anteriores. Fedesarrollo (2007c) señala que el problema con el cambio de metodología fue que no se evaluó el impacto que esto tendría, ni se diseñó un mecanismo que permitiera tener mediciones paralelas durante un tiempo prudencial. Dos ejemplos acerca de las contradicciones que mostraban las cifras de empleo del DANE son los siguientes: primero, López et al. (2006)

señalan que según la Gran Encuesta Integrada de Hogares del DANE, los sectores industria, comercio y construcción tuvieron disminuciones importantes en su nivel de empleo, a pesar de que la producción en los mismos presentó un gran dinamismo; basándose en fuentes diferentes a la encuesta anteriormente mencionada; los autores encontraron resultados opuestos a los presentados en ella. Y segundo, como indica Fedesarrollo (2007c), en medio de crecimientos anuales de 4% y 5% para la industria, los servicios y el comercio, que en conjunto representan el 60% del total de ocupados, se observó una reducción del empleo total de 6%, para lo cual habría sido necesario que los demás sectores, que tienen el 40% restante de los ocupados, hubieran mostrado caídas del empleo de 15% a lo largo del año, de lo cual no existe evidencia alguna.

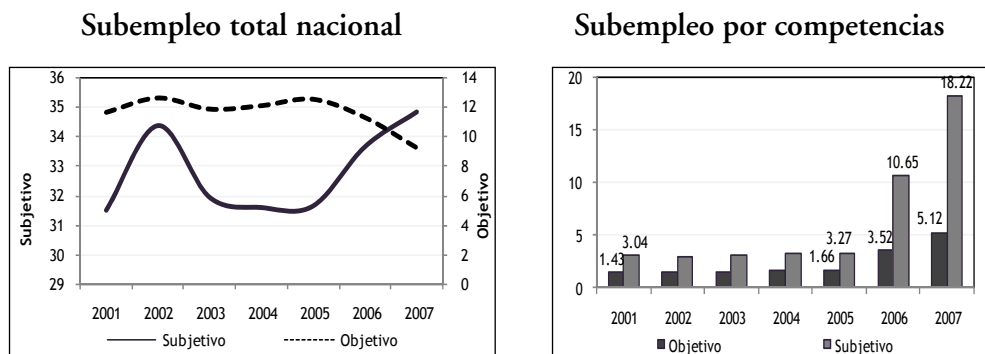
Sin embargo, la polémica parece haberse moderado, cuando a partir de julio de 2007 la tasa de desempleo comenzó a mostrar valores menores a 11% y continuó con esta tendencia el resto del año. En general, las cifras de 2007 señalan un viraje de los indicadores laborales representativos después de la segunda mitad del año (Gráfico 11); es clara la mejora en la tasa de ocupación y en la de desempleo, que se ubicó en niveles cercanos al 10%. Pero a pesar de lo positivos que puedan parecer los resultados en materia de empleo, persisten varias preocupaciones en cuanto a la calidad de la ocupación. El primero es

11 Cabe anotar que existen muchas críticas con respecto al modo de operar de gran parte del sector exportador, pues no son competitivos en sí mismos y dependen de subsidios y otro tipo de facilidades brindadas por el gobierno (Dinero; 2007).

el problema de la informalidad, situación en la que se encuentran más de la mitad de los colombianos ocupados, y que tiene serias implicaciones en materia de seguridad social; y segundo, se encuentra el no despreciable incremento que ha tenido el subempleo,<sup>12</sup> si bien el objetivo ha mostrado

una disminución, el subjetivo ha mostrado un crecimiento especialmente importante a partir de 2005. Curiosamente, como se observa en el Gráfico 12, a partir de ese año se cuadruplicó la cantidad de personas que consideran que su empleo es inadecuado para sus competencias.

Gráfico 12. Subempleo total y por competencias



Fuente: DANE.

### C. Comportamiento de la política fiscal

Los ingresos de la nación mantuvieron su tendencia creciente en 2007, especialmente los tributarios, que al tercer trimestre de 2007 se situaron en 14,4% del PIB, 0,8 puntos porcentuales por encima de lo alcanzado en el mismo período de 2006. Dentro de éstos, cabe destacar el impuesto a la renta, el IVA interno y el externo (Gráfico 13), los cuales han venido aumentando significativamente en los últimos años. El comportamiento de estos componentes se puede explicar en gran medida por el buen desempeño económico que ha te-

nido el país, impulsado por el consumo y la inversión, que además de dinamizar el IVA interno, han fortalecido las importaciones, lo cual explica el dinamismo que ha mostrado el IVA externo, que dobló su valor entre 2003 y 2006, pasando de \$4,1 billones a \$8,2 billones, y a agosto de 2007 ya había alcanzado los \$5,7 billones (CONFIS, 2008a).

De otro lado, los gastos de la Nación han venido aumentando de manera acelerada, especialmente desde 2003 (Gráfico 14), con tasas de crecimiento nominales superiores al 10%, aunque su ritmo de

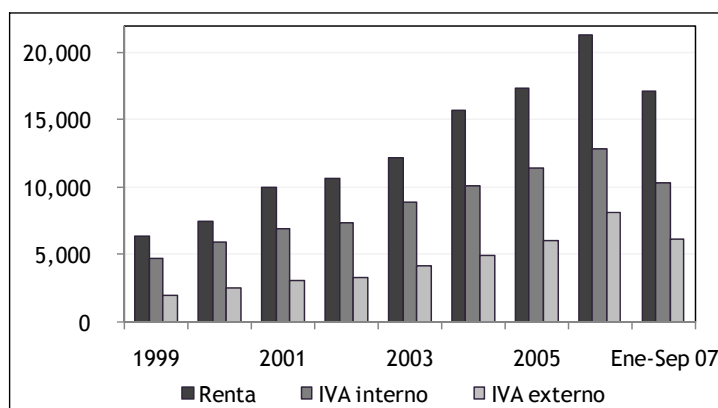
12 El DANE diferencia dos tipos de subempleo: el subjetivo se refiere al simple deseo manifestado de mejorar sus ingresos, aumentar el número de horas trabajadas o tener un trabajo más acorde con sus capacidades, mientras que el objetivo implica, además del deseo de mejorar sus condiciones laborales, una gestión para concretar su aspiración.

crecimiento se redujo levemente en 2006 con respecto al de 2005 y se espera que en 2007 se reduzca aún más, debido al recorte de 1,1 billones de pesos en el presupuesto de la Nación. Tal recorte fue aprobado por el Congreso de la República el 16 de julio de 2007, bajo las recomendaciones de la Comisión del Gasto. Entre enero y septiembre de 2007, los gastos crecieron 10,2% con respecto al mismo período de 2006, alcanzando \$57,25 billones. Dicho crecimiento se explica por un aumento de 11,9% en el pago de intereses, 9,1% en los gastos de funcionamiento y 16,7% en la inversión. No obstante el incremento en los pagos totales, el déficit del Gobierno Nacional Central –GNC– mostró una reducción nominal de 25,8% con respecto al mismo período de 2006, ya que los ingresos totales crecieron 17,0% durante el mismo período (CONFIS, 2008b). Cabe anotar que los gastos de funcionamiento y los intereses, que representan más del 70% de los gastos totales, son impuestos

por ley o por compromisos previamente adquiridos, de manera que no es posible flexibilizarlos para reducir el nivel total de gasto (CONFIS, 2008c).

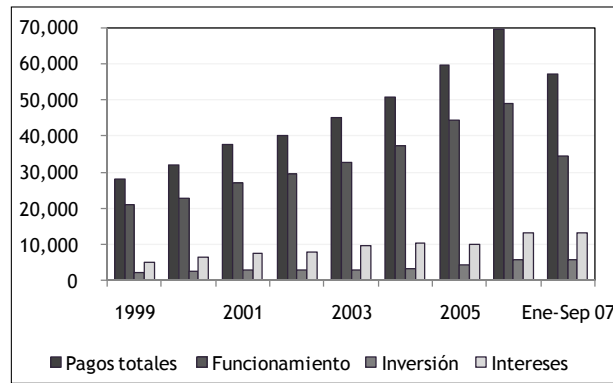
Con respecto al déficit fiscal, se ha observado una reducción importante de éste en los últimos años, pero especialmente para 2007, pues en julio el Gobierno realizó una revisión del Plan Financiero 2007, reduciendo las metas de déficit fiscal para la vigencia (Gráfico 15). Así, el déficit esperado para el Sector Público Consolidado pasó de 1,3% a 0,7% del PIB y el del Gobierno Nacional Central se redujo 0,6% del PIB, al pasar de 3,9% a 3,3% del PIB. Adicionalmente, el superávit primario esperado del GNC pasó de 0,8% del PIB a 1,0%, convirtiéndose en el más alto desde 1993 (CONFIS, 2007; MINHACIENDA, 2007). Lo anterior fue posible gracias al incremento de los ingresos y al recorte de presupuesto de la Nación ya mencionado.

**Gráfico 13**  
Principales ingresos tributarios. (En miles de millones de pesos)



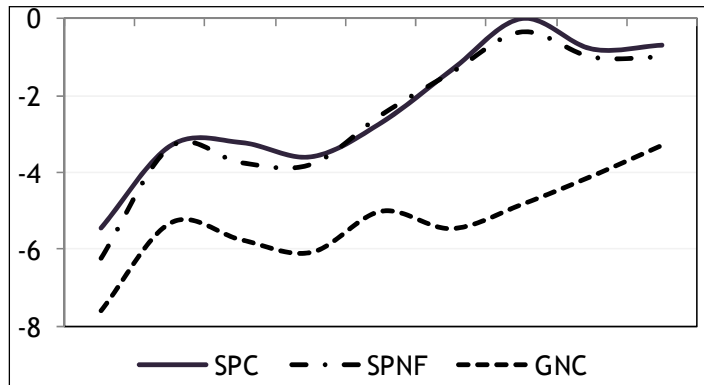
Fuente: Confis.

**Gráfico 14**  
Principales gastos del Gobierno. (En miles de millones de pesos)



Fuente: Confis.

**Gráfico 15**  
Evolución del balance del GNC, el SPNF y el SPC como % del PIB



Fuente: Confis.

En suma, a pesar de la reducción de las metas de déficit y de que en 2006 el balance del sector público se ubicó en la meta fijada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo –MFMP–, sigue existiendo una gran preocupación en cuanto a los niveles de gasto

que usualmente maneja el gobierno, pues el ajuste fiscal todavía es pequeño: si bien el déficit fiscal ha venido disminuyendo paulatinamente durante los últimos años, no precisamente por la reducción del gasto público<sup>13</sup>, sino más bien por el incremento

13 De hecho, Gómez y Rhenals (2008) muestran que la tasa de gasto público primario, que se duplicó entre 1987 y 2007, ha estado acompañada por una dinámica similar de la tasa tributaria, cuyo propósito principal era la reducción del déficit fiscal. Sin embargo, los ingresos corrientes aún son insuficientes para financiar el creciente gasto público.

de los ingresos fiscales y por los buenos resultados alcanzados por las finanzas territoriales y algunas entidades públicas. En general, el déficit del GNC es elevado si se tiene en cuenta el alto crecimiento de los recaudos, los buenos precios del petróleo, la revaluación y las reformas tributarias de los últimos años.

Por lo anterior, la Comisión del Gasto Público convocada por el gobierno en el primer semestre de 2007 tocó este punto y resaltó la necesidad de ejecutar una política fiscal anticíclica en los períodos de expansión económica en Colombia. En particular, un gasto gubernamental acelerado en épocas de auge se convierte en un inductor importante de un recalentamiento económico, manifestado en un incremento en el nivel de precios, revaluación del tipo de cambio y alza en las tasas de interés. Tal comisión fue citada porque el país parece enfrentar serios problemas de sostenibilidad en el ámbito fiscal, ya que durante estos años de aceleración económica y bonanza tributaria, el gobierno ha mantenido un fuerte ritmo de gasto y endeudamiento que no son saludables, en vista de que todavía no se aprovechan al máximo el incremento de los recaudos fiscales para realizar ajustes que aminoren las presiones por mayores niveles de endeudamiento externo e interno.

En ese sentido, la comisión propuso varias alternativas que el Gobierno debería seguir para mantener la situación financiera del sector público en un rango sostenible. Las medidas estuvieron encaminadas a una reducción del gasto, con el fin de que éste no siga de cerca el crecimiento del ingreso fiscal. Particularmente, la Comisión reco-

mendó endurecer las metas de superávit primario fijadas en el MFMP, que en promedio, alcanzan 0,4% del PIB 2007 y 2010; lo ideal sería conseguir un superávit primario anual de 2% del PIB, con lo cual se reduciría la deuda neta en 8,4% del PIB a 2011, mientras que las metas estipuladas en el MFMP, sólo contribuirían a una reducción de la deuda menor a 2% del PIB. Adicionalmente, se expresó la necesidad de realizar un recorte del presupuesto para 2008, de manera que el crecimiento del gasto público no supere el del producto, y utilizar los ingresos extraordinarios del gobierno en el prepagado de la deuda; según la comisión, con los ingresos por el sobrecumplimiento de la meta de recaudo, se habría podido reducir la deuda neta de la Nación a 42% al finalizar 2007, lo cual significaría un ahorro de 0,35% del PIB en intereses (Lozano, 2007).

#### **D. Política monetaria en la encrucijada de la inflación y la revaluación**

El 2006 fue un año excepcional para la política monetaria colombiana: por un lado, se logró reducir la inflación, la cual se ubicó exactamente en el punto medio del rango meta (4,5%), en medio, no sólo de una importante tasa de crecimiento del PIB (6,8%) que no se alcanzaba en los últimos 28 años en el país, sino también de una aceleración del proceso de revaluación del peso que contribuyó activamente a la estabilidad de precios. Sin embargo, la historia cambió para 2007 y las preocupaciones para la política monetaria comenzaron por dos hechos importantes: (i) el incumplimiento de la meta de inflación establecida para este año<sup>14</sup> por el Banco de la República entre

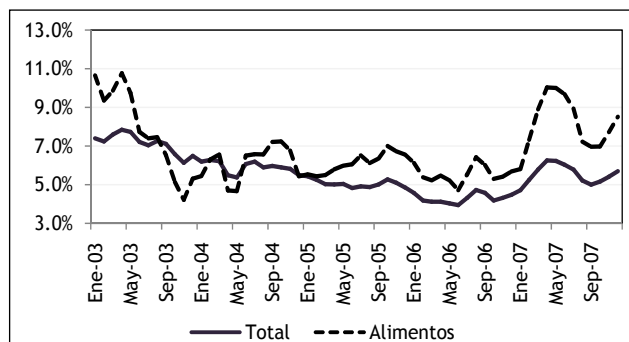
14 Este hecho no se observaba desde 2003, cuando la inflación de alimentos se mantuvo al rededor del 10% hasta mayo de ese año.

3,5%-4,5%, al registrarse una tasa de inflación de 5,7% debido a la elevada inflación de alimentos, (ii) a los efectos del ritmo de crecimiento que se traía desde 2006 y que se prolongó hasta 2007 y (iii) el fuerte proceso de revaluación de la moneda local que comprometió el manejo monetario en buena parte del año.

Con respecto a la evolución de la inflación durante 2007, la estrecha relación entre la evolución del IPC de alimentos y el total (Gráfico 16) confirma una de las causas importantes del desborde de la inflación en 2007. Según el Banco de la República (2007), el fenómeno de El Niño y las

heladas del primer semestre afectaron la oferta de productos agrícolas y con ello dispararon el IPC de alimentos. Con esto, alrededor del 30% de la aceleración de la inflación anual hasta junio se concentró en el incremento del precio de los alimentos, especialmente los perecederos, cuyo precio es altamente sensible a este tipo de fenómenos. De otro lado, el incremento de la demanda externa por el aumento de exportaciones de ganado en pie, carne y sus derivados hacia Venezuela, así como por la producción de biocombustibles a nivel mundial, contribuyeron a explicar las mayores presiones inflacionarias.

Gráfico 16  
Variación anual IPC total y alimentos: 2003-2007

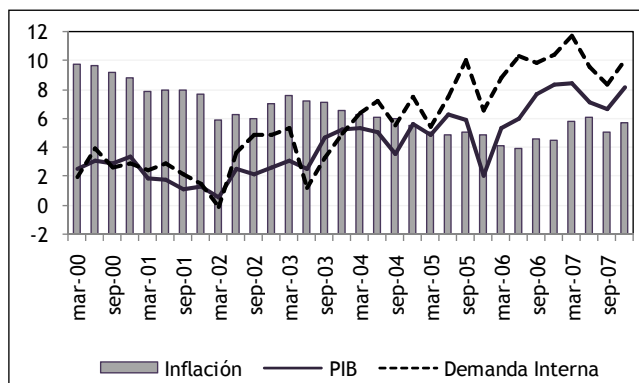


Fuente: DANE.

Además del alza pronunciada en el precio de los alimentos, la aceleración de la inflación también se explica por el alza en el precio de algunos bienes y servicios regulados que no tuvieron aumento de tarifa en 2006 y por el fuerte dinamismo de la demanda interna, cuyo crecimiento al final del año fue de 9,74% superando el crecimiento de la oferta final (Gráfico 17).

De otro lado, se encuentra el hecho de que la revaluación, a pesar de su profundidad, parece no haber afectado el precio de los bienes transables, de manera que no se logró aprovechar uno de los beneficios más grandes que trae consigo la apreciación de una moneda: la reducción de la inflación por cuenta del sector transable.

Gráfico 17  
Inflación, PIB y Demanda interna. (Crecimiento anual)



Fuente: DANE y Banco de la República.

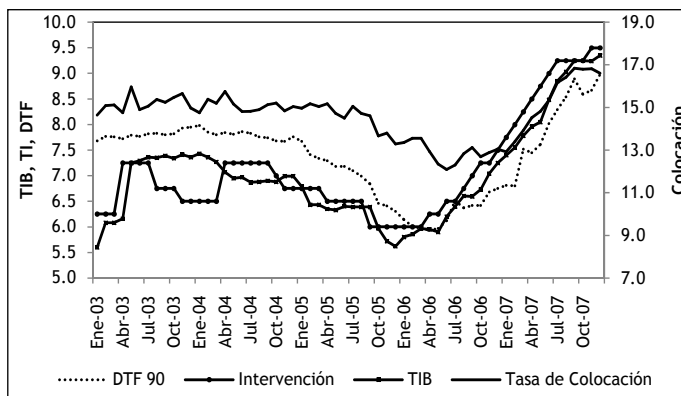
En relación con la expansión de la demanda interna por encima del crecimiento del PIB (Gráfico 17), los efectos de esta mayor brecha se han visto reflejados en una mayor inflación, un aumento del déficit comercial y un incremento en los niveles de endeudamiento tanto público como privado. Con respecto a esto último, bien es sabido que gran parte del crecimiento del consumo viene siendo financiado por una importante expansión del crédito de consumo y comercial, lo cual se ha visto impulsado por el aumento de los ingresos y por las bajas tasas de interés que caracterizaron al mercado financiero entre 2005-2006 y en parte de 2007, a pesar del alza en la tasa de referencia del Emisor. En este sentido, los costos asociados a la mayor actividad crediticia han alimentado aún más las presiones inflacionarias, situación que ha obligado a las autoridades económicas a endurecer su política monetaria.

Frente a lo anterior, desde 2006 las mayores presiones de demanda incentivadas por el crecimiento del crédito comenzaron a modificar el rumbo de las tasas de interés de política monetaria. En efecto, a lo largo de 2006, el alza en la tasa de intervención fue de 150 pb, de manera que a diciembre del mismo año ésta se ubicó en 7,5%.<sup>15</sup> Para 2007, el aumento de la tasa de intervención fue un poco mayor, 200 pb, de manera que a diciembre ésta se ubicó en 9,5%. Asimismo, el impacto sobre las demás tasas de interés en la economía se comenzó a sentir después de junio de 2006 y mantuvo su tendencia creciente a lo largo de 2007 (Gráfico 18).

Sin embargo, la respuesta de la economía ante la política monetaria establecida durante 2007 fue menor a lo esperado, a juzgar por el dinamismo que mantuvieron la demanda interna y los resultados inflacionarios a final del año.

15 Según López et al. (2006), el cambio en la postura de la política monetaria en 2006 se dio básicamente por el repunte inflacionario en julio y agosto, la devaluación ocasionada por el *sudden stop* a mediados del año, el crecimiento de la demanda agregada y el PIB por encima de las expectativas y la fuerte aceleración que mostró el crédito a partir de la segunda mitad de 2006.

Gráfico 18  
Evolución de las tasas de interés



Fuente: Banco de la República y Grupo Bancolombia.

De la misma manera, los efectos sobre el crédito se comenzaron a sentir a partir del segundo trimestre del año (Gráfico 19). La tendencia de la cartera comenzó a revertirse sólo después de marzo de 2007, un año después de que el Banco de la República comenzara a incrementar su tasa de interés de intervención. Su mayor caída a partir del segundo semestre se puede explicar también por el incremento de los encajes marginales, medida adicional tomada por el Banco para lograr un mayor efecto sobre el nivel de precios. Al respecto, tratando de facilitar el manejo monetario, el 6 de mayo de 2007, la Junta Directiva del Banco de la República decidió imponer encajes marginales para las cuentas corrientes, los depósitos de ahorro y los certificados de depósito a término del orden de 27%, 12,5% y 5%, respectivamente. Adicionalmente, se restableció el depósito al endeudamiento externo del 40%, que también respondió a la necesidad de frenar la fuerte revaluación

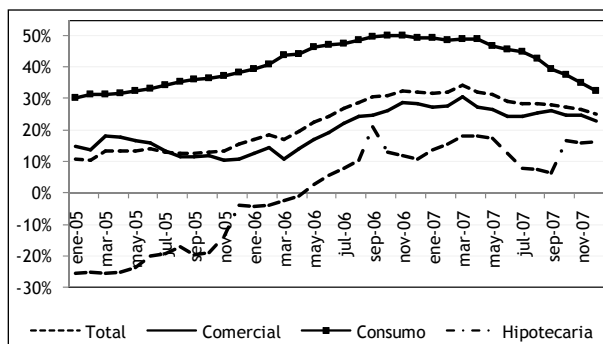
del peso que se venía presentando como consecuencia de la cuantiosa entrada de capitales provenientes del exterior

En otro orden de ideas, además de la inflación, la rápida y profunda revaluación del peso observada durante 2007, complicó el manejo de la política monetaria y cambiaria.<sup>16</sup> Frente a esto, la necesidad de frenar la revaluación y al mismo tiempo contener las presiones inflacionarias, llevó al Banco de la República a desplegar todos sus instrumentos con miras a minimizar el impacto desfavorable de estos dos fenómenos asociado con la pérdida de competitividad del sector productor de bienes transables. En este sentido, junto con las medidas anteriormente enunciadas para frenar el alza en los precios, las intervenciones en el mercado cambiario a través de la compra de divisas se convirtieron en el principal mecanismo para revertir la tendencia revaluacionista del peso.

16 Dos factores contribuyeron de manera significativa a la revaluación del peso en 2007: (i) el fuerte crecimiento de la inversión extranjera directa asociada con las privatizaciones y la venta de empresas nacionales y (ii) el mayor diferencial de rentabilidades a favor del mercado financiero local.



**Gráfico 19**  
Crecimiento anual por tipo de crédito

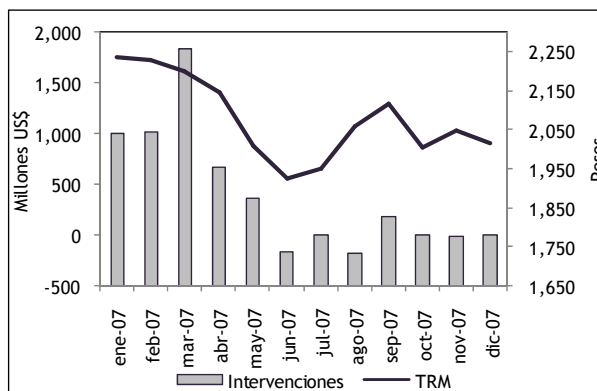


Fuente: Cálculos propios con datos de la Superfinanciera.

Bajo este contexto, durante el primer semestre de 2007 la intervención en el mercado cambiario fue bastante dinámica, especialmente en los primeros cuatro meses del año, cuando el monto de estas intervenciones alcanzó e incluso superó el valor de las intervenciones totales en 2006 (Gráfico 20). Esto implicó una inyección fuerte de dinero a la economía que alimentó el repunte inflacionario que se venía presentando, con lo cual el Banco de la República esterilizó sus intervencio-

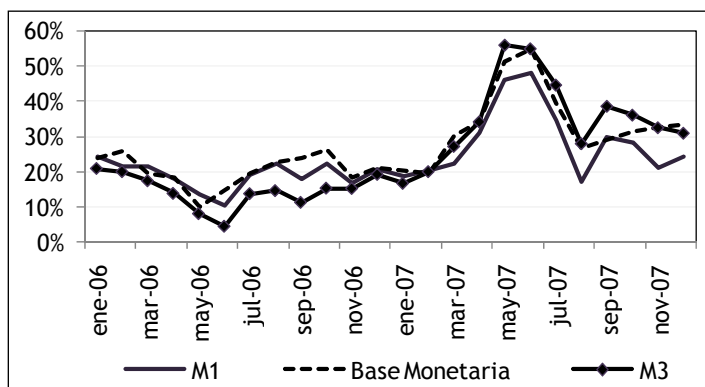
nes mediante la apertura de la ventanilla de compra de liquidez, que junto con el aumento de la tasa de interés, logró moderar el crecimiento de los agregados monetarios. En el Gráfico 21 se observa que a partir de abril de 2007 se revirtió la tendencia de crecimiento que traían la base monetaria, M1 y M3 desde enero del mismo año. No obstante, este cambio de tendencia no sirvió mucho para detener la inflación y menos para frenar la revaluación del peso.

**Gráfico 20**  
Intervenciones en el mercado cambiario



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 21  
Evolución de los principales agregados monetarios



Fuente: Banco de la República.

En términos generales, la coyuntura monetaria y cambiaria de gran parte de 2007 le restó eficacia a la política monetaria dada la imposibilidad por parte del emisor de lograr simultáneamente el control del tipo de cambio y la reducción de la inflación. Sin embargo, el uso de restricciones cuantitativas, como los encajes bancarios y los controles a la entrada de capitales de corto plazo, lograron atenuar el proceso de revaluación del peso en los últimos meses del año.<sup>17</sup> Esta decisión fue fuertemente debatida, pues si bien traía algunos beneficios, también implicaba una serie de costos, tales como el incremento en el precio del capital que afecta básicamente a empresas medianas y pequeñas, que no tienen la posibilidad de buscar financiamiento en el exterior. No obstante, como señalaba Clavijo (2007), de levantarse la restricción a la entrada de capitales de manera prematura, se daría una apreciación real

pronunciada que afectaría aún más al sector productivo colombiano y pondría al Banco de la República en la situación del primer semestre de 2007: intervenciones masivas en el mercado cambiario en un contexto de fuertes alzas en los precios internacionales de los alimentos, las materias primas y los derivados del petróleo, lo cual complicaría nuevamente el control de la inflación.

### III. Perspectivas de la economía colombiana en 2008

A manera de resumen de lo que pasó en 2007, tanto factores internos (como el dinamismo de la inversión, el auge del consumo de los hogares y la amplia disponibilidad de crédito) como externos (asociados con la fuerte entrada de capitales, la mejora en los términos de intercambio y el crecimiento de la economía mundial, especialmente el

17 Esta medida se puede considerar como una forma de evitar el trilema de la política monetaria, que el Banco logró sortear de manera exitosa en 2006 al alcanzar la meta de inflación y la estabilización del tipo de cambio en un contexto de fuerte entrada de capitales.

mercado venezolano), impulsaron una importante tasa de crecimiento de la economía colombiana al final del año de 7,5%. Un dato interesante lo constituye la mejoría de los indicadores del mercado laboral al cierre del año, sobre todo la tasa de desempleo que se ubicó en 9,8% en diciembre.

Pese a lo anterior, el 2007 dejó algunas dudas que de seguro podrían complicar el panorama económico en 2008. Por ejemplo, en materia inflacionaria, a pesar del aumento permanente que registró la tasa de intervención del Banco de la República, las presiones inflacionarias impulsadas por la fuerte expansión de la demanda interna no cedieron y validaron al final del año una tasa de variación del IPC de 5,7%. Esto, al igual que el creciente déficit en cuenta corriente (3,4% en 2007) y la fuerte apreciación del peso (10% anual en diciembre), fueron los principales lunares que caracterizaron el auge de la actividad económica durante el año. Así mismo, las dificultades derivadas del entorno internacional asociadas con la crisis del mercado hipotecario en los Estados Unidos y los síntomas de recesión económica en este país, los altos precios del petróleo, la elevada inflación de alimentos en el mundo y la tensión diplomática con Venezuela, también se constituyeron en factores exógenos que ayudaron a turbar el clima económico en 2007 y que muy seguramente revelarán sus efectos negativos sobre la economía nacional en 2008.

En este orden de ideas, una radiografía de los principales aspectos que caracterizarían las perspectivas y el desempeño económico en 2008 señala tres preocupaciones asocia-

das con: (i) riesgos del entorno económico mundial, (ii) riesgos del clima político y económico a nivel regional (Venezuela) y (iii) riesgos del contexto macroeconómico nacional.

#### **A. Riesgos del entorno económico mundial**

El efecto contagio generado por la crisis financiera en los Estados Unidos, derivada del desplome del mercado hipotecario en agosto de 2007, se comienza a sentir en las perspectivas de crecimiento económico en el mundo para 2008 y se convierte en el elemento más importante que viene minando la confianza sobre los países industrializados de manera especial, con mayores repercusiones en la economía norteamericana. Prueba de lo anterior son las menores expectativas de crecimiento que se esperan para 2008 con respecto a 2007 para un amplio conjunto de estas economías, como es el caso de Estados Unidos, la Unión Europea, Japón y otras economías avanzadas (Cuadro 1).

En tal sentido, la fuerte desaceleración económica que se espera en los Estados Unidos es consecuencia directa de factores como la menor disponibilidad de crédito, la contracción del mercado de vivienda, la caída de la producción manufacturera, el crecimiento de la inflación, los elevados precios del petróleo y la disminución del índice de confianza del consumidor. Todo esto, fuera de producir un deterioro significativo en los indicadores del mercado laboral por el impacto negativo sobre la creación neta de empleos,<sup>18</sup> viene alimen-

18 Según Merrill Lynch, en los últimos 60 años nunca se había presentado un incremento del desempleo superior a los 0,5 puntos sin que haya una recesión (Cárdenas; 2008).

tando las probabilidades de una mayor recesión en la economía de los Estados Unidos, tal como lo estiman el FMI y un importante grupo de instituciones a nivel mundial que proyectan un crecimiento promedio de 1,5% para 2008.<sup>19</sup> Sumado a este panorama, continúan los debates

sobre los reales efectos de la depreciación del dólar, que hasta el momento no logra reducir sustancialmente el déficit en cuenta corriente en los Estados Unidos.<sup>20</sup> El costo de esto se ve reflejado en tres hechos que son importantes para el rumbo de la economía mundial:

**Cuadro 1**  
**Proyecciones de la actualización de Perspectivas de la economía mundial**

	Estimaciones Proyecciones		
	2006	2007	2008
Producto mundial	5	4,9	4,1
Economías avanzadas de las cuales:	3	2,6	1,8
Estados Unidos	2,9	2,2	1,5
Zona del euro (15)	2,8	2,6	1,6
Japón	2,4	1,9	1,5
Otras Economías avanzadas	3,7	3,8	2,5
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	7,7	7,8	6,9
África	5,8	6	7
América	5,4	5,4	4,3
Comunidad de Estados Independientes	8,1	8,2	7
Europa central y Oriental	6,4	5,5	4,6
Oriente medio	5,8	6	5,9
Países en desarrollo de Asia de los cuales:	9,6	9,6	8,6
China	11,1	11,4	1

Fuente: FMI, 2008.

- (i) La revaluación de todas las monedas fuertes, lo que a la postre frena el volumen de exportaciones de estas economías y limita la expansión de la demanda externa y con ello el crecimiento económico mundial. Colombia no es ajena a esta situación y la depreciación del dólar reforzaría la contracción de las exportaciones a los Estados Unidos en 2008.
- (ii) Las mayores dificultades por parte de los Estados Unidos para obtener flujos de financiamiento externo para cubrir

19 Instituciones como el FMI, Economist Intelligence Unit (EIU), la OECD y la Reserva Federal pronostican un crecimiento de: 1,5%, 1,2%, 1,6% y 1,65% respectivamente.

20 De acuerdo con el WEO (octubre; 2007, p. 25) el déficit en cuenta corriente en los Estados Unidos apenas se reduciría en 2007 a niveles de 5,5% del PIB en ese país.

los déficit en cuenta corriente, en un escenario caracterizado por la crisis financiera en este país que podría desatar costos muy altos para los mercados financieros internacionales.

- (iii) La inestabilidad cambiaria trae mayores desequilibrios comerciales entre los países que podría recrudecer las presiones proteccionistas (FMI, 2007, p. 26).

La recesión de la economía norteamericana tiene efectos significativos para el futuro inmediato de la economía colombiana a partir de dos mecanismos de transmisión importantes, uno asociado con el desempeño del comercio internacional y las remesas, y otro derivado de la dinámica de los mercados financieros. Frente al primero, los efectos se van a sentir a través del menor crecimiento de las exportaciones colombianas de origen industrial<sup>21</sup> y por la disminución de los precios de los productos básicos, lo cual afectaría desfavorablemente los términos de intercambio del país. No menos importante puede resultar el impacto de la recesión sobre las remesas, en vista de que el mayor desempleo en los Estados Unidos, que probablemente afectará a los trabajadores colombianos residentes en ese país, podría verse reflejado en la disminución de los ingresos que envían éstos a sus familias en Colombia. Por su parte, por la vía financiera, existe la posibilidad de que se presente una reducción de los flujos de inversión y se encarezca aún más el crédito. Estos efectos, sin lugar a dudas, podrían comprometer

la trayectoria favorable del actual ritmo de crecimiento de la economía mediante los impactos negativos sobre muchas empresas colombianas que tiene relación directa o indirecta con la economía de los Estados Unidos, afectando con ello la producción, la demanda interna y el empleo en 2008.

Las respuestas de política económica en los Estados Unidos para contrarrestar este difícil momento que vive la economía no se han hecho esperar: por un lado, el anuncio de un paquete fiscal temporal para ayudar a la recuperación más rápida de la economía del orden de los US\$150.000.000 millones consistente en devolución de impuestos a los contribuyentes (cerca de US\$100.000.000 millones) y exenciones tributarias a empresas y compañías que inviertan en equipos contribuyentes (cerca de US\$50.000.000 millones). Y por otro lado, se ha presentado un cambio de rumbo en la política monetaria consistente en una reducción importante de las tasas de interés de la Reserva Federal<sup>22</sup> para incentivar la recuperación del consumo y la inversión, y se mantiene la fuerte devaluación del dólar para continuar el cierre de la brecha externa. Los efectos para el país de estas medidas se verán reflejados directamente en el mercado cambiario colombiano mediante las expectativas de una mayor revaluación del peso, motivada por un diferencial de rentabilidades a favor del mercado financiero nacional, dados la ampliación de la brecha de intereses y los efectos de la devaluación del dólar.

21 De hecho, las exportaciones no tradicionales colombianas al mercado de los Estados Unidos en 2007 se redujeron en un 4,7% con respecto a 2006 (DANE, 2008f)

22 A comienzos de 2008, en sólo una semana la comprendida entre el 22 y 30 de enero, la FED redujo en un punto sus tasas de intervención y la tasa "Federal Funds Rate" quedó en 3%.

Por último, tal como lo explicamos al inicio de este informe, una preocupación muy marcada para el comportamiento de la tasa de inflación en Colombia en 2008 está ligada a lo que pase con el precio internacional del crudo. De mantenerse las expectativas de precio por encima de los US\$100 cabría esperar dos efectos importantes sobre la economía del país. De un lado, el alza del precio internacional de petróleo es muy positiva en materia de finanzas para la nación, pues por este concepto podrían entrar al país alrededor de \$190 mil millones de pesos<sup>23</sup> con lo cual seguirían aumentando de forma extraordinaria los ingresos petroleros, favoreciendo las utilidades de Ecopetrol y con ello una fuente importante de financiamiento del déficit fiscal colombiano.<sup>24</sup> Y de otro, los impactos adversos se verían reflejados en el aumento de los costos de producción y, por tanto, la inflación de todos aquellos insumos derivados del petróleo que son bastante importantes para la producción doméstica de bienes. Es precisamente la

lucha por reducir la dependencia del petróleo en el mundo lo que ha llevado a un dinamismo sin precedentes en la demanda de bienes agrícolas, como yuca, maíz, caña de azúcar, soja y trigo, no sólo para consumo humano y animal, sino para la producción de biocombustibles, lo cual ha provocado el aumento de la inflación mundial de alimentos. Como bien se sabe, estos últimos tienen un peso importante en la canasta de consumo mundial, de tal forma que un incremento en sus precios se refleja de manera directa en la inflación global (Cuadro 2). En Colombia, por ejemplo, el sector avícola se ha visto particularmente afectado por esta situación, debido al fuerte incremento que han mostrado sus costos de producción, como consecuencia directa del aumento en los insumos importados a nivel de concentrados para la alimentación de los animales; el efecto de esto es el aumento de los precios finales del pollo y sus derivados lo cual afecta ostensiblemente la canasta de consumo de los colombianos.

**Cuadro 2**  
**Impacto directo de los precios de los alimentos en la inflación global**

	2000-06	2007
	Contribución (porcentaje)	Contribución (porcentaje)
Mundo	26,6	36,4
Economías avanzadas	14,2	18,4
África	46,5	37,9
América	25,6	37,2
CEI	41,3	26,9
Europa central y oriental	29,9	33,0
Oriente Medio	37,4	52,2
Países en desarrollo de Asia	34,1	55,9

Fuente: FMI (2007, p. 14, Recuadro 1).

23 El Colombiano, 16 de marzo de 2008. "El petróleo seguirá incontenible", p. 12c.

24 Igualmente, Colombia sigue siendo exportadora de petróleo y, por lo tanto, el aumento de precio del barril es favorable como mecanismo de financiamiento externo (González y Mesa, 2007).

## B. Riesgos del clima político y económico a nivel regional: el caso de Venezuela

Considerar el entorno político como variable importante para establecer las perspectivas de crecimiento económico en algunos países es cosa común, sobre todo en aquellos lugares donde los conflictos generados por múltiples razones tienen antecedentes históricos. Para el caso colombiano reciente, tener en cuenta el escenario político a nivel internacional como elemento para determinar el rumbo de la economía no es algo que comúnmente suceda; sin embargo, el clima de tensión diplomática que se viene registrando desde finales de 2007 entre Colombia y Venezuela obligan a reflexionar sobre la importancia que representa para el comercio binacional y para el desempeño de la economía colombiana en su conjunto, el futuro de las relaciones políticas entre las dos naciones.

Las razones de lo anterior tienen su fundamento en los permanentes discursos desobligantes del Presidente de Venezuela Hugo Chávez sobre su homólogo colombiano, Álvaro Uribe, que se han matizado con las amenazas constantes de Chávez de romper relaciones comerciales con Colombia. Sólo para citar un par de términos, como el “congelamiento de las relaciones” expresado por el gobierno de Venezuela y la “respuesta militar de Venezuela” a una provocación de Colombia, demuestran el difícil momento que viven las relaciones diplomáticas entre ambos países. Si bien hasta el momento los alborotos de Chávez no han afectado drásticamente la confianza entre los dos países y se mantiene una dinámica fluida de intercambio comercial, no deja de ser

preocupante lo que representa esta situación, la cual, junto a la alta inestabilidad económica que vive la hermana nación, se convierte en una señal de alerta sobre el futuro de este mercado para el conjunto de empresas colombianas que tienen a Venezuela como principal destino de sus exportaciones. Como se sabe, el mercado venezolano en los últimos años ha sido un importante motor de crecimiento de la demanda externa colombiana, contribuyendo activamente a la buena coyuntura de la economía nacional.

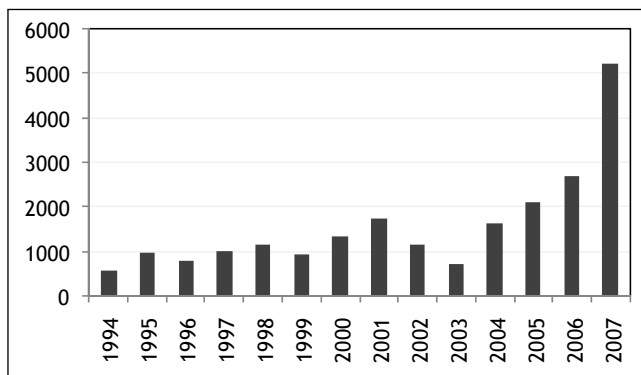
Las principales reflexiones parten por destacar la importancia que representa Venezuela en la estructura exportadora colombiana. Las exportaciones colombianas hacia Venezuela han mostrado una evolución más que satisfactoria, pues en sólo 4 años doblaron su valor en dólares (Gráfico 21), creciendo a tasas superiores al 7% por más de siete trimestres consecutivos. El dinamismo de las importaciones de Venezuela se debe al aumento desmesurado de su gasto público, el cual se traduce en un aumento de la demanda de bienes agroindustriales, vestuario y materiales para la construcción, entre otros bienes producidos por Colombia.

En 2007, las exportaciones a Venezuela crecieron un 92,9% con respecto a 2006, constituyéndose en el segundo mercado de importancia para Colombia con una participación del 17,4% del total de las exportaciones del país después de Estados Unidos, que concentró el 34,6%. Así mismo, de un total de US\$15.784 millones de exportaciones no tradicionales realizadas, Venezuela es el principal comprador

de Colombia por un valor de US\$4.533 millones equivalente al 32,9% del total.<sup>25</sup> De igual forma, de este último valor, el 93,6% corresponde a exportaciones del sector industrial. Los principales renglones exportados en 2007 y su participación con respecto al total fueron: vehículos (18,9%), confecciones (16,2%), químicos (7,5%), animales vivos (11,2%) y alimentos preparados (5,8%). Para destacar de lo anterior,

el comercio con Venezuela es esencialmente de bienes manufacturados<sup>26</sup> con un elevado valor agregado representado en un volumen importante de empleos en las diferentes regiones de Colombia. Por ejemplo, las exportaciones a Venezuela que hacen las principales regiones colombianas tienen la siguiente participación: Bogotá-Cundinamarca (37,4%), Antioquia (20,1%), Valle (12,4%) y la zona de frontera (11,1%).

**Gráfico 21**  
Exportaciones colombianas a Venezuela  
(Millones de dólares)



Fuente: DANE.

En general, la eventualidad de la pérdida del mercado venezolano representaría un costo importante en materia de ingresos para muchas empresas colombianas que dirigen su actividad económica al hermano país, con efectos negativos sobre el empleo en las más importantes regiones de la Nación, en donde se producen de manera importante:

alimentos, bebidas y tabaco, animales y sus productos, vehículos, textiles y confecciones, cueros y sus productos y papel y sus manufacturas. Sólo para citar un caso, el anuncio de las autoridades venezolanas de recortar más del 50% de la cuota de importación de automotores colombianos, puede representar una pérdida aproximada en las

25 Estados Unidos es el segundo en importancia y participó con el 19,4% del total exportado de productos no tradicionales en el período enero-octubre de 2007.

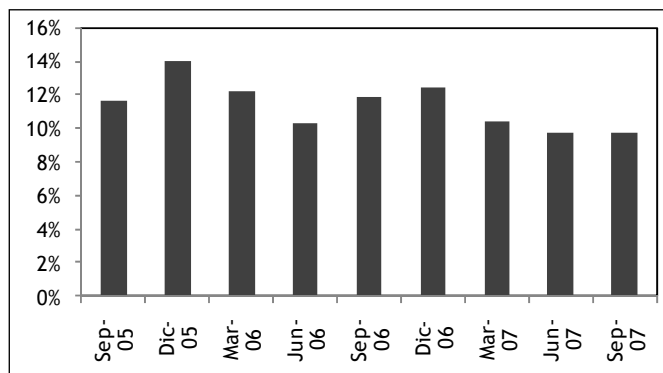
26 Ello, a diferencia de los Estados Unidos, cuyo comercio se caracteriza por ser altamente concentrado en exportaciones tradicionales, especialmente bienes primarios con muy bajo valor agregado. En 2007, las principales exportaciones a dicho país fueron: combustibles (64%), vegetales (10,3%), café (6%) y metalurgia (3,4%).



ensambladoras de vehículos en el país de 5.000 puestos de trabajo y US\$480 millones, de los cuales US\$80 millones corresponden al sector de autopartes (Gamboa, 2008). Sin lugar a dudas, estas restricciones y la debilidad de las relaciones políticas generan sombras sobre el futuro de las relaciones comerciales entre ambos países. Sin embargo, el panorama se vuelve más incierto si a lo anterior le sumamos las actuales dificultades que enfrenta la economía venezolana en materia de: aumento de la tasa de inflación,<sup>27</sup> los controles de precios que han estimulado la escasez de productos y las perspectivas de bajo crecimiento en 2008 que apuntan a una desaceleración del PIB con respecto a 2007.<sup>28</sup>

Al respecto, dos aspectos de índole estructural pueden explicar la inestabilidad macroeconómica de la economía venezolana. En primer lugar, si bien el crecimiento económico del vecino país ha mostrado una excelente evolución del PIB real en los últimos años, éste ha estado justificado en gran medida por la producción de petróleo y sus altos precios en el mercado mundial. Bajo este contexto, si no se tiene en cuenta el sector petrolero, la evolución del PIB real viene cayendo en 2007 respecto a 2006 (Gráfico 22). Ello podría indicar una desaparición de una parte importante del sector real debido a la puesta en marcha de las reformas socialistas que desincentivan el beneficio privado.

**Gráfico 22**  
Tasa de crecimiento del PIB real venezolano (Sin petróleo)



Fuente: Banco Central de Venezuela, cálculos propios.

En segundo lugar, existe una preocupación latente por la posibilidad de que la economía venezolana esté a las puertas de una crisis, tanto monetaria como cambiaria, por

las fuertes presiones inflacionarias y la escasa credibilidad en el sistema de tipo de cambio fijo que mantiene el país. El incremento de la inflación en Venezuela se puede explicar,

27 Al cierre de 2007 la inflación se ubicó en un 22,1%, la más alta desde 2003 cuyo nivel ascendió al 27,1%.

28 Se estima que la economía venezolana creció cerca del 9% en 2007 y que para 2008 las perspectivas de crecimiento del PIB son del orden del 5% anual (Gamboa, 2008).

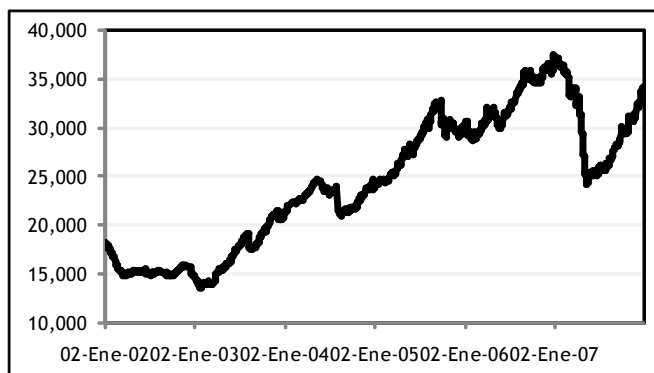
entre otros factores, por el crecimiento de la demanda interna (propiciado en gran medida por el incremento del gasto público). Adicionalmente, se ha hecho visible un incremento significativo de la oferta monetaria, pues el Banco Central de Venezuela ha tenido que defender el tipo de cambio y financiar parte del excesivo gasto del gobierno mediante las utilidades obtenidas.

Con respecto al sistema cambiario, se advierte una gran desconfianza en cuanto a la defensa del nivel de tipo de cambio a través de la reducción del nivel de reservas internacionales, tal como ocurrió en los primeros meses de 2007. Igualmente se asocian a esta reducción el incremento de las importaciones, la inestabilidad de las exportaciones de petróleo, la profundización del déficit comercial y las crecientes salidas de capital. En el gráfico 23 se observa este proceso de reducción de las reservas a partir de 2007, que contrasta con el incremento que mostraron durante los cinco años anteriores. El escepticismo

en el sistema cambiario se refleja en la importancia que ha ganado el mercado negro de divisas y es por ello que cada vez se percibe una menor capacidad del Banco Central de Venezuela para mantener el tipo de cambio, elevando así la probabilidad de una crisis cambiaria representada en una significativa devaluación del bolívar.

Para desconcentrar la crisis, el gobierno venezolano ha puesto en marcha una reforma monetaria con la cual adopta una nueva moneda llamada el bolívar fuerte (1 bolívar fuerte = 1000 bolívares). La preocupación para Colombia se encuentra anclada a esta reforma y sus efectos sobre la tasa de cambio, pues la reconversión monetaria al bolívar fuerte trae cambios no sólo en términos nominales sino también en términos reales para la economía venezolana y sus socios comerciales. La medida que busca reducir en el largo plazo la inflación y mejorar la competitividad de los productos venezolanos en el mercado internacional, podría tener otras consecuencias.

Gráfico 23  
Reservas Internacionales de Venezuela



Fuente: Banco Central de Venezuela.

En efecto, la transformación nominal de los precios a la nueva moneda podría causar una leve inflación temporal, pero la consecuencia más importante sería que el bolívar fuerte acrecentara la desconfianza que tienen los venezolanos en su moneda nacional, lo cual no permitiría la reducción de la inflación, al menos en el mediano plazo. La tasa de cambio oficial del bolívar respecto al dólar permanece inmodificada desde hace dos años en 2150 bolívares/dólar, mientras que en el mercado negro la tasa de cambio es de 4000 bolívares/dólar. Ahora, con la reconversión, la tasa de cambio oficial es de 2 bolívares fuertes con 15 centavos y entonces cabe preguntarse hasta qué punto la tasa de cambio del mercado negro seguirá la conversión nominal, es decir 4 bolívares fuertes por dólar. La reconversión monetaria anunciada desde marzo de 2007 puede explicar en parte el hecho que el dólar en el mercado negro ya sea casi el doble respecto al precio oficial.

En el mismo sentido, puesto que la reforma monetaria no viene acompañada de otros cambios significativos que conduzcan a una reducción del gasto público, a la flexibilización salarial y a la aplicación de reformas estructurales, es posible que el bolívar fuerte incite a una mayor inflación provocando así un proceso de devaluación progresiva, lo que mejoraría la competitividad de las exportaciones venezolanas, pero empeoraría la competitividad de sus importaciones, entre ellas las de Colombia. Según este panorama, todo parece indicar que las fuentes de preocupación para la

economía colombiana estarían dadas por el éxito o fracaso de la reforma monetaria en su lucha contra la inflación.<sup>29</sup> En suma, este manejo económico, reflejado en los factores que vienen impulsando la inflación, hace insostenible el ritmo de crecimiento venezolano y está afectando de manera importante la credibilidad del régimen de cambios, trayendo consigo la posibilidad abierta de una crisis de mayores proporciones.

Por último, no existe evidencia clara sobre los costos para la economía del país de un eventual cierre del mercado venezolano. Según datos del Ministerio de Comercio Exterior de Colombia, la situación no sería para alarmarse pues se calcula que una reducción del 30% en las exportaciones a Venezuela tendría un impacto de apenas 0,16% en el PIB. Sin embargo, de acuerdo con el FMI, una caída de las exportaciones colombianas a Venezuela del orden de los US\$2.000 millones (43,8% de las exportaciones actuales) le podría costar a Colombia 1,5 puntos porcentuales de crecimiento (Gamboa, 2008). Finalmente, para enfrentar esta pérdida de mercado, la estrategia más inmediata de los empresarios afectados sería fortalecer el mercado interno y comenzar un proceso de búsqueda de mercados externos que permita ir reduciendo la dependencia del mercado venezolano, caracterizado en los últimos años por ser un mercado de alto riesgo ante la permanente inestabilidad macroeconómica y política que hace insostenible cualquier nivel de crecimiento.

29 Es importante anotar que la elevada tasa de inflación en Venezuela ha coincidido con el fuerte proceso de apreciación del peso, lo cual le ha permitido a los empresarios colombianos mantener la competitividad de los productos nacionales en la economía del vecino país.

Vale la pena mencionar que la diversificación del destino de nuestras exportaciones no es una tarea fácil y puede resultar bastante costosa, dado que en unos casos se requiere un cambio en los patrones de producción dependiendo de las regiones a donde se pretenda exportar y en otros casos, la estructura productiva de las economías es similar a la nuestra pero de gran tamaño, lo cual es un limitante para las exportaciones del país (por ejemplo las economías de Brasil y Argentina). Consciente de lo anterior, el gobierno colombiano deberá acelerar los esfuerzos por firmar tratados de libre comercio con algunos países como estrategia directa que permita la ampliación de mercados para las exportaciones colombianas.

### C. Riesgos del contexto macroeconómico nacional

Las mayores preocupaciones derivadas del frente local que se convierten en riesgos importantes para la economía colombiana en 2008 están asociadas con la necesidad de moderar el crecimiento de la demanda interna, como una de las causas más relevantes de la actual coyuntura inflacionaria. Así mismo, fruto de la expansión de la brecha del producto, el crecimiento del déficit en cuenta corriente en un escenario de incertidumbre cambiaria, se convierte en un elemento distorsionador de lo que puede ser el rumbo de la política económica de corto plazo el próximo año. De la misma manera, tal como lo expresamos en la sección A de este apartado, los riesgos globales caracterizados por la desaceleración del PIB en los Estados Unidos y el menor dinamismo de la economía venezolana, se harán sentir como aquellos aspectos que podrían marcar una trayectoria desfavorable

de la actividad económica colombiana en 2008, sobre todo por sus efectos sobre la demanda externa y la apreciación del tipo de cambio nominal y real del peso.

El alza del tipo de interés del Banco de la República como medida central para contener la presión alcista de los precios seguirá siendo la constante del manejo antiinflacionario en 2008; no obstante, el descenso de la tasa de interés de la FED para frenar la recesión en los Estados Unidos, de seguro limitará las posibilidades de la política monetaria colombiana el próximo año. Inclusive, de insistir el Emisor en su política de aumentos en sus tasas de referencia, no descartamos que se agudicen las presiones revaluacionistas del peso durante el primer semestre del próximo año ante el mayor diferencial de rentabilidades. Con esto se podría complicar el panorama para las exportaciones industriales colombianas que ya al cierre del 2007 mostraban síntomas de desaceleración, especialmente las dirigidas al mercado de Estados Unidos. No obstante, la persistencia de la inflación como resultado de la amenaza global de inflación de alimentos como fenómeno permanente, no sólo aumentaría los riesgos de mayores importaciones y con ello un deterioro más pronunciado de la balanza comercial, sino también, podría implicar un cambio de rumbo de las expectativas de variación del tipo de cambio, es decir, hacia una devaluación del peso.

Por otra parte, no cabe duda que los aumentos en la tasa de interés del Banco de la República, en la medida en que se traducen en alzas en las demás tasas de interés de la economía, no sólo afectan la trayectoria de variables macroeconómicas importantes como la tasa de cambio y la

inflación esperada, sino también, tienen influencia negativa en la estructura de costos de producción de las empresas, las decisiones de crédito y la posición financiera de los agentes. Esta situación probablemente obligará a los diferentes agentes económicos a tener una postura prudente en lo que respecta al manejo del gasto en 2008 y, con ello, a moderar la expansión de la demanda interna. En suma, esta medida de aumentar los intereses, aunque necesaria para evitar el recalentamiento de la economía, podría terminar por deteriorar la actividad económica, sobre todo por los altos costos que significa en algunos sectores económicos representativos que generan un importante volumen de empleos, como la construcción y el sector exportador; esto, sin contar los efectos negativos sobre la economía de los hogares.

De otro lado, otro de los riesgos importantes en 2008 está ligado con la persistencia del déficit del gobierno nacional central y su esquema de financiamiento concentrado en el mercado financiero local, el cual le resta posibilidades al sector privado por las externalidades macroeconómicas negativas que se desprenden del mayor déficit fiscal sobre las tasas de interés, la inflación y el precio del dólar a través del efecto desplazamiento de la inversión privada y las exportaciones. No obstante, debemos señalar que a pesar de que la política fiscal sigue siendo permisiva en los niveles de gasto, a primera vista ha mostrado dos aspectos positivos. El primero de ellos está relacionado con un

mayor compromiso en cuanto a la salud de las finanzas públicas, como es el caso de la Comisión del Gasto Público, citada por el Gobierno para que diera recomendaciones acerca de la programación presupuestal en el mediano y largo plazo, y la implementación de nuevas herramientas de planeación del gasto cuyo propósito es generar mayor eficiencia y eficacia en la ejecución de éste, así como una mayor disciplina fiscal (imponiendo metas de gasto y déficit)<sup>30</sup>. Y el segundo aspecto positivo a destacar es la reducción del déficit fiscal del GNC, que ha pasado de casi 6% del PIB en 2000 a poco más de 3% del PIB en 2007.

Sin embargo, existe un aspecto preocupante con respecto a este último punto: la reducción del déficit fiscal, como se mostró en la sección anterior, no se debe a una reducción significativa e importante del gasto sino más bien al incremento de los ingresos fiscales, debido al aumento de los precios del petróleo, el auge económico y al mayor número de contribuyentes que han permitido incrementar los recaudos tributarios. Bajo estas condiciones, tal como se vislumbra el 2008, un cambio en las condiciones externas y un descenso de la actividad económica local podría aumentar de manera importante el déficit fiscal como proporción del PIB. Esto, junto con el creciente déficit en cuenta corriente pone a la economía colombiana en la ruta de los déficits gemelos tal como se registró en la segunda parte de los años noventa.<sup>31</sup>

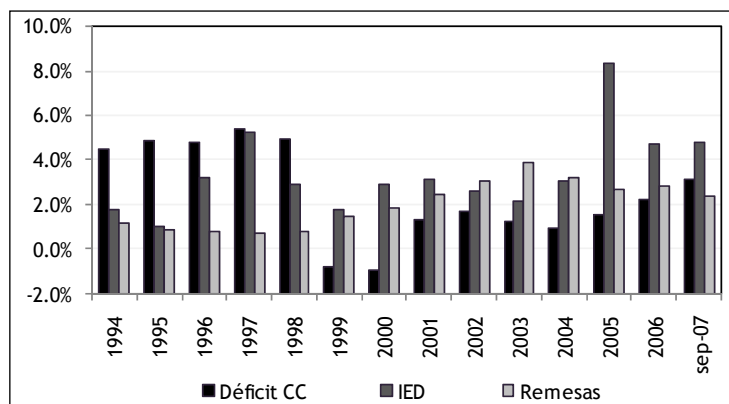
30 Por ejemplo, el Marco Fiscal de Mediano Plazo y el Marco de Gasto de Mediano Plazo. Sin embargo cabe anotar que su implementación no implica una mejora en los resultados; lo que se observa es, a primera vista, un mayor compromiso del Gobierno con la salud de las finanzas públicas del país.

31 En 2007 se estima que el déficit en cuenta corriente pudo bordear el 3,6% del PIB y el déficit fiscal estructural un 4% del PIB (Gamboá, 2008).

Por otra parte, con respecto al sector externo, si bien entre durante 2004 y 2006 se mantuvo el equilibrio y la menor exposición al riesgo externo (gracias a la mayor importancia de la IED y a la reducción de la deuda externa como proporción de la deuda total),<sup>32</sup> inquieta la evolución del déficit en cuenta corriente del país durante 2007, ya que a pesar de estar mejor financiado que en los años noventa, en marzo alcanzó el nivel máximo de los últimos nueve años (-4,65% del PIB). Con ello, se rompió el equilibrio externo que había venido mostrando la economía, pues aunque comenzó a disminuir entre junio y septiembre de 2007, el déficit en cuenta corriente en lo acumulado al tercer trimestre se ubicaba aún por encima de 3% del PIB (Gráfico 24). De continuar

así, el desequilibrio externo igualará los valores de mediados de los noventa en un futuro no muy lejano. Lo alarmante de este resultado es su rápida aceleración en medio de un entorno financiero internacional turbulento, en el que existe alta propensión a movimientos abruptos de capitales, que, como se sabe, afectan principalmente a los países emergentes, lo cual podría llegar a generar condiciones propicias para una crisis externa en el país. Adicionalmente, a diferencia de otros países en la región, que aprovecharon el auge económico y los precios internacionales del petróleo para mejorar sus balances externos, Colombia cada vez se aleja de la posibilidad de lograr equilibrio externo, pues en la región es el país con mayor déficit en cuenta corriente.

Gráfico 24  
Remesas, IED y déficit en cuenta corriente en Colombia. (% del PIB)



Fuente: cálculos propios con datos del DANE y del Banco de la República. Los valores negativos indican superávit en la cuenta corriente.

32 En los últimos años la deuda pública ha venido recomponiéndose, de manera que la deuda interna es más del 50% de la deuda total, reduciendo el nivel de vulnerabilidad ante episodios de devaluación acelerada. Adicionalmente, la deuda del sector privado, especialmente la externa, ha disminuido de manera considerable, gracias a la posibilidad de financiación mediante recursos propios durante los últimos años.

Las repercusiones de esto son el menor flujo de capitales y la mayor exposición de la economía a los cambios del contexto mundial, lo cual se convierte en un factor altamente riesgoso para los inversionistas. Igualmente, no ayuda la *indisciplina* fiscal que mostró el gobierno al incrementar su gasto durante este período de excepcional desempeño económico (2005-2007), que se podría convertir en un factor en contra de la entrada de capitales al país, ya que en los últimos años se ha observado un fenómeno que se conoce como *punteo financiero*, mediante el cual se presenta un aumento en los flujos de capital hacia economías emergentes que implementan políticas económicas encaminadas a reducir los desequilibrios fiscales; la idea es que la entrada de capitales al país en cuestión, que genera una revaluación, contribuiría al saneamiento de los déficit fiscales.

A lo anterior se suma lo relacionado con la evolución de las remesas ante una recesión económica en Estados Unidos, país en donde se encuentra un buen número de emigrantes colombianos; ello afectaría notablemente el balance en cuenta corriente para Colombia debido a que este rubro ha tomado una gran importancia en los últimos años y, se podría pensar, que ha contribuido significativamente a mejorar el resultado externo del país (Gráfico 24). Sin embargo, la caída esperada en las remesas tendría otro efecto importante en el ámbito interno, pues a lo largo de la última década éstas se han convertido en una fuente de dinamismo para el consumo en el país. El hecho de que las remesas sean destinadas básicamente a gastos recurrentes, como alimentación y servicios públicos,

y a servicios de educación y salud, indica que una disminución significativa de estos conllevaría a una caída en el consumo de los hogares en el país.

Por último, el principal desafío en materia de política económica colombiana en 2008 deberá ser el manejo prudente de los instrumentos de corto plazo, para generar una mayor confianza en los inversionistas locales e internacionales y garantizar la estabilidad macroeconómica representada en la disminución de la brecha del producto, tales como el cumplimiento de la meta de inflación y la sostenibilidad externa. Para tal fin, algunas de las acciones de la política económica de corto plazo deberán encaminarse a: (i) una política monetaria que continúe con los esfuerzos de reducir la inflación mediante la moderación de los excesos de demanda, teniendo en cuenta que su grado de eficacia va a depender del efecto de la inflación de alimentos; (ii) la posibilidad de adoptar una política comercial que permita la flexibilidad arancelaria para contrarrestar los efectos de la inflación de alimentos; (iii) una política fiscal anticíclica que se concentre en evitar un deterioro en las finanzas públicas y en un manejo prudente del esquema de financiamiento y (iv) la definición de una política cambiaria más discrecional, acorde con las dificultades derivadas del contexto internacional y del manejo de la política antiinflacionaria.

Por último, terminamos este informe presentando en el Cuadro 3 las proyecciones económicas para el período 2008-2009 elaboradas por el grupo de Macroeconomía Aplicada de la Facultad de Ciencias económicas de la Universidad de Antioquia.

### Cuadro 3 Proyecciones macroeconómicas 2008 – 2009

Variables	2008	2009
PIB (%)	6,0	5,5
Inflación (%)	5,2	5,0
Devaluación fin de año (%)	<b>8,6</b>	10,5
Tipo de cambio fin de año	1,900	2,100
Tasa de interés fin de año (DTF)%	10,8	11,0
Déficit fiscal consolidado % del PIB	2,5	3,0
Tasa de desempleo total nacional (%)	11,5	11,0

**Fuente:** Grupo Macroeconomía Aplicada, Universidad de Antioquia.

## Referencias bibliográficas

- ASOCIACIÓN NACIONAL DE EMPRESARIOS DE COLOMBIA –ANDI– (2008). “Encuesta de Opinión Industrial Conjunta. Diciembre.
- ASOCIACIÓN NACIONAL DE INSTITUCIONES FINANCIERAS –ANIF– (2007). “Los controles de capital: una solución de ‘segundo mejor’”, *Informe semanal*, 907, 19 de noviembre de 2007.
- BANCO DE LA REPÚBLICA (2007). “Informe de la Junta Directiva al Congreso”, julio.
- BANCOLOMBIA (2007). “Resumen económico”, 7 de diciembre de 2007.
- \_\_\_\_\_ (2008). “Resumen económico”, 9 de enero de 2008.
- BANCO CENTRAL DE VENEZUELA. Serie del PIB. [Acceso desde Internet], disponible en: <http://www.bcv.org.ve/>
- CÁRDENAS, Mauricio (2008). “El nuevo entorno internacional y sus efectos sobre la economía colombiana”. *Conferencia*. Fedesarrollo, febrero 6.
- CEPAL (2007). *Balance preliminar para las economías de América Latina y el Caribe*, Santiago de Chile, diciembre.
- CONSEJO SUPERIOR DE POLÍTICA FISCAL –CONFIS– (2007). “Revisión Plan Financiero 2007”, 6 de septiembre de 2007.
- \_\_\_\_\_ (2008a). Estadísticas y reportes. [Acceso desde Internet], disponible en: [www.minhacienda.gov.co](http://www.minhacienda.gov.co).
- \_\_\_\_\_ (2008c). “Gobierno Nacional Central. Balance Preliminar – Tercer Trimestre 2007”, 1º de febrero de 2008.
- \_\_\_\_\_ (2008b). “Cierre Fiscal. III Trimestre 2007”, 13 de febrero de 2008.
- CLAVIJO, S. (2007). “Génesis y alcance de la crisis hipotecaria en los Estados Unidos”, *Cometario Económico del día*, ANIF, agosto 22 de 2007.



- DEPARTAMENTO ADMINISTRATIVO NACIONAL DE ESTADÍSTICA –DANE– (2008a). “Comunicado de Prensa: Muestra Mensual de Comercio al por Menor – Diciembre 2007”, 26 de febrero de 2008.
- \_\_\_\_\_ (2008f). “Comunicado de Prensa: Comercio exterior – Exportaciones y Balanza Comercial”, 4 de marzo de 2008.
- \_\_\_\_\_ (2008b). “Comunicado de Prensa: Censo de Edificaciones – cuarto trimestre de 2007”, 25 de marzo de 2008.
- \_\_\_\_\_ (2008c). “Comunicado de Prensa: Indicador de Inversión de Obras Civiles – cuarto trimestre de 2007”, 28 de marzo de 2008.
- \_\_\_\_\_ (2008d). “Cuentas Nacionales trimestrales” – Series estadísticas.
- \_\_\_\_\_ (2008e). “Gran Encuesta Integrada de Hogares” – Serie estadística.
- DINERO (2007). “Ojo, lo que está en juego es el empleo”, *Revista Dinero*, 28 de enero. [Artículo en Internet], disponible en: [www.dinero.com](http://www.dinero.com)
- EL COLOMBIANO (2008). “El petróleo seguirá incontenible”, 16 de marzo, p. 12c.
- FEDESARROLLO (2007c). “¿Qué pasa con las cifras del mercado laboral?”, *Tendencia Económica*, No. 63, pp. 2-3, julio.
- \_\_\_\_\_ (2007a). “Encuesta de Opinión Empresarial”, *Tendencia Económica*, No. 67, pp. 10-12, noviembre.
- \_\_\_\_\_ (2007b). “Encuesta de Opinión Empresarial”, *Tendencia Económica*, No. 68, pp. 10-12, diciembre.
- \_\_\_\_\_ (2008). “El nuevo entorno internacional y sus efectos sobre la economía colombiana”. Conferencia, 6 de febrero de 2008.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL –FMI– (2007). “World Economic Outlook”. Octubre.
- \_\_\_\_\_ (2008). “Perspectivas de la economía mundial”. Enero.
- GAMBOA, C. (2008). “Situación actual y perspectivas de la construcción en Colombia”. Conferencia CAMACOL, Febrero.
- GÓMEZ, W. RHENALS, R. (2008). “Un cálculo del déficit fiscal estructural: análisis y una propuesta metodológica”, *Perfil de coyuntura económica*, No. 10, diciembre.
- GONZÁLEZ, J. MESA, R. (2007) “Los ingresos del petróleo como mecanismo de ajuste externo en Colombia: 2000-2007”, *Perfil de coyuntura económica*, No. 9, agosto de 2007, pp. 21-45.
- LÓPEZ, M.; MESA, R.; RHENALS, R. (2006). “Síntesis y Perspectivas del contexto macroeconómico colombiano 2006-2007”, *Perfil de coyuntura económica*, No. 8, pp. 5-48, diciembre.

- LOZANO, Ignacio (2007). “Informe de la Comisión Independiente del Gasto Público”, *Reportes del Emisor*, No. 100, septiembre.
- MONTOYA, M. A. (2007). “¿La antesala de una nueva crisis financiera?: La burbuja hipotecaria en EEUU y sus posibles repercusiones en Colombia”. *Economía Colombiana*, pp. 72-87
- MINISTERIO DE COMERCIO, INDUSTRIA Y TURISMO –MINCOMERCIO– (2008). “Comercio exterior de Colombia” – Series estadísticas.
- MINISTERIO DE HACIENDA Y CRÉDITO PÚBLICO –MINHACIENDA– (2007). “Gobierno recorta gastos por \$1,1 billones en 2007”, Comunicado de Prensa 028, 17 de julio de 2007.
- ORGANIZACIÓN DE PAÍSES EXPORTADORES DE PETRÓLEO –OPEP–. Referent Prices, OPEC Basket Price. [Acceso desde Internet], disponible en: <http://www.opec.org/home/basket.aspx>
- RODRÍGUEZ, Carlos (2007). “¿Competir con el empleo precario?”, *Economía Colombiana*, No. 320, pp. 50-63, septiembre.
- SÁNCHEZ, A. SÁNCHEZ E. (2007). “Crisis internacional del crédito: recuperación o calma temporal”. *Investigaciones Económicas y Estratégicas*, Grupo Bancolombia, Agosto 29 de 2007.
- UNITED STATES DEPARTMENT OF LABOR (2007). Bureau of Labor Statistic, *News, Consumer Price Index: December 2007*.
- \_\_\_\_\_ (2008). *The Employment Situation: January 2008*.
- UNITED STATES DEPARTMENT OF COMMERCE (2007). Bureau of Economic Analysis, *News Release, Gross Domestic Product: Fourth Quarter 2007 (advance)*.