

TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

92

Diciembre de 2009



Editorial: La contracción del tercer trimestre y el panorama para 2010 ¿cómo va la recuperación?

Actualidad: Algunas consideraciones en torno al mercado cambiario colombiano

Indicadores económicos

FEDESARROLLO

Calle 78 No. 9-91

Tel.: 325 97 77

Fax: 325 97 70

A.A.: 75074

<http://www.fedesarrollo.org.co>

Bogotá, D.C., Colombia

Tarifa postal reducida

Resolución No. 0930 de diciembre 11 de 1996

Permiso No. 1068

DIRECTOR EJECUTIVO

Roberto Steiner

Director Adjunto

Mauricio Santa María

TENDENCIA ECONÓMICA

Editor

Roberto Steiner

INVESTIGADORES

María Alejandra Arias

David Forero

Alejandra González

DISEÑO Y DIAGRAMACIÓN

Consuelo Lozano | Formas Finales Ltda | formas.finales@gmail.com

IMPRESIÓN

La Imprenta Editores S.A.

Calle 77 No. 27A-39

laimprenta@etb.net.co

Bogotá, D.C.

Impresa y hecha en Colombia

Printed and made in Colombia

La contracción del tercer trimestre y el panorama para 2010: ¿cómo va la recuperación?

El dato de crecimiento económico para el tercer trimestre del año, que muestra que la economía sufrió una contracción de 0,2%, comparado con el mismo período de 2008, fue ligeramente inferior a lo que se esperaba. Un consenso de 32 analistas, incluido Fedesarrollo, ubicaba ese crecimiento en un nivel positivo de 0,14%. A pesar de que la cifra recién revelada por el DANE indica que la recuperación económica se ha demorado más de lo previsto, en Fedesarrollo esperamos que un guarismo favorable para el último trimestre del año permita a la economía colombiana alcanzar un crecimiento ligeramente positivo en 2009.

Con el crecimiento negativo del PIB del tercer trimestre se completa un año de tasas negativas, desde el estallido de la crisis financiera internacional en septiembre de 2008, llevando el crecimiento en lo que va corrido de 2009 hasta septiembre a -0,3%. Es importante señalar, sin embargo, que el ritmo de desaceleración de la economía ha sido cada vez menor. Así, por ejemplo, el PIB pasó de contraerse a una tasa anual de 1% en el cuarto trimestre de 2008, a una de 0,5% en el primer trimestre de 2009 y de 0,3% en el segundo.

Por el lado de la oferta, en el año corrido a septiembre se destaca la fuerte desaceleración de la industria y el comercio, que experimentaron una contracción de 7,9% y 3,5%, respectivamente¹. Los sectores más dinámicos fueron la minería y la construcción, con crecimientos acumulados de 9,9% y 10,1%. El dinamismo de la construcción responde exclusivamente al comportamiento de las obras civiles, que crecieron 31,2%, compensando la caída de las edificaciones, que alcanzó -14,3%.

¹ Es de resaltar que la contracción año corrido de la industria en el tercer trimestre, de 7,9%, fue menor a la del segundo, de 8,9%, lo que podría representar el inicio de la recuperación de este sector.



DAVIVIENDA

Por el lado de la demanda, es de resaltar el desplome del comercio exterior por cuenta de la desaceleración económica mundial y, especialmente en el tercer trimestre, del conflicto con Venezuela, que ya pasó de lleno del terreno político al campo comercial. En cuanto a la demanda interna, se observa un estancamiento del consumo privado, que aunque presentó un crecimiento nulo en el tercer trimestre, acumula una contracción de 0,2% en el año corrido a septiembre. Esta caída que se compensó parcialmente con un ritmo favorable de crecimiento del consumo público (2% año corrido). La variable que sí experimentó un significativo deterioro fue la inversión, cuya contracción año corrido alcanzó 7,3%, con el agravante de que la desaceleración se ha ido incrementando trimestre a trimestre.

Los resultados de la mayoría de las encuestas de Fedesarrollo, correspondientes al período julio-septiembre, son coherentes con los últimos resultados reportados por el DANE. De manera consistente con el comportamiento del consumo de los hogares, que en el tercer trimestre del año dejó de caer después de dos trimestres de contracción, se observa que la confianza de los consumidores aumentó 5,1 puntos entre julio y septiembre, ubicándose en el último mes en 8,1 (es decir, son más los hogares que reportan confianza que aquellos que reportan desconfianza en la economía). Vale decir que, durante un período importante, se ubicó en terreno negativo. De igual manera, la confianza industrial se deterioró en 2,7 puntos entre julio y septiembre, lo cual es coherente con la contracción de 5,8% en la actividad industrial durante el tercer trimestre (7,9% en lo que va de 2009).

Para el último trimestre del año Fedesarrollo prevé un crecimiento positivo (comparado con igual período de 2008),

del orden de 2%, que llevaría a que en 2009 la economía se expanda entre 0 y 0,2%. La recuperación prevista en el cuarto trimestre del año se explica principalmente por un ligero crecimiento del consumo privado, gracias a una reactivación de la confianza de los hogares y un mejor desempeño del crédito, y por el sostenimiento del dinamismo de la inversión y el consumo público, que tienen un impacto positivo sobre la construcción y el sector de servicios. Adicionalmente, se cuenta con un “efecto base” no despreciable en virtud a que en el último trimestre de 2008 la economía sufrió su primera contracción (1% anual).

La hipótesis de una recuperación de la actividad económica en el cuarto trimestre es apoyada por varias encuestas de Fedesarrollo. Tanto la Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) para noviembre, como la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) para octubre muestran niveles satisfactorios de confianza. De hecho, la confianza de los consumidores ya se ubica a un nivel similar al observado justo antes de la quiebra de Lehman Brothers, en septiembre de 2008. Históricamente, estas encuestas han mostrado una elevada capacidad de predicción tanto del consumo de los hogares como de la producción industrial². El principal lunar en el horizonte seguirá siendo el estancamiento de la relación comercial con Venezuela y su efecto sobre la producción de bienes no tradicionales.

Para 2010 el panorama de recuperación no es halagador. Por un lado, el impacto del impulso fiscal que el gobierno pudo sostener en el 2009 se diluirá el próximo año de acuerdo al presupuesto de gastos recientemente aprobado por el Congreso. Ello tiene que ver con la fuerte caída de los ingresos tributarios contemplada en el plan financiero de 2010, lo que conduciría a una menor inversión pública en sectores importantes para la recuperación.

² La correlación entre el consumo final de los hogares y el índice de confianza del consumidor es 0,79 y entre el índice de producción industrial y el índice de confianza industrial es de 0,80

Por otra parte, debido a la sustitución de productos colombianos dentro de la canasta de importación de Venezuela, es muy probable que la recuperación del sector exportador tenga que esperar varios trimestres más. Infortunadamente, el comercio de nuestro país con economías dinámicas como China e India es bajo³. Por lo tanto, las exportaciones nacionales quedan dependiendo fuertemente del ritmo de crecimiento de Estados Unidos y Europa, cuyo proceso de recuperación no parece que vaya a ser muy dinámico. Tampoco hay buenos augurios para la recuperación del mercado laboral, caracterizado por problemas estructurales que conllevan a que en Colombia se observe la mayor tasa de desempleo de América Latina y uno de los niveles más altos de informalidad.

Se espera que la mayor parte de sectores retomen una senda positiva de crecimiento el próximo año, llevando la economía en su conjunto a crecer 2,4%. Esta proyección es muy similar a la del Fondo Monetario Internacional (FMI), que espera que en 2010 Colombia registre un crecimiento de 2,5%. Con excepción de Ecuador y Venezuela, esta proyección deja a Colombia con la recuperación más lenta de la región⁴.

En conclusión, desde el estallido de la crisis financiera en Fedesarrollo hemos sostenido que la economía colombiana no experimentaría en 2009 una contracción tan fuerte como la de otros países de la región, pero tampoco sería capaz de generar un proceso de recuperación rápido a partir de tocar fondo. Si se mira el marco internacional, un crecimiento económico para 2009 de 0,2%, o incluso nulo, es un resultado favorable dentro de un contexto de desaceleración generalizada, lo que sugiere que la economía colombiana ha experimentado una mejora notable en sus fundamentales macroeconómicos. Sin embargo, el hecho de que el ritmo de recuperación se vislumbre particularmente lento, con un crecimiento en forma de U, a diferencia de otros países de América Latina cuyo pronóstico para 2010 es más favorable, pone de relieve las restricciones de aspectos estructurales que dificultan un proceso de crecimiento sostenido, entre los que se destacan una infraestructura de transporte muy precaria, un mercado laboral altamente distorsionado, un estatuto tributario anacrónico y una estrategia de integración comercial que le ha impedido al país beneficiarse del dinamismo de los mercados emergentes de Asia.

³ En 2008 las exportaciones colombianas a estos países tan solo alcanzaron el 1,2% y 0,04% del total de exportaciones, respectivamente, mientras que en países como Brasil, Chile y Perú las ventas a esos dos países representaron cerca del 10% de las exportaciones totales.

⁴ Las proyecciones de crecimiento para 2010 son: Brasil 3,5%, Chile 4%, México 3,3% y Perú 5,8%.

Algunas consideraciones en torno al mercado cambiario colombiano

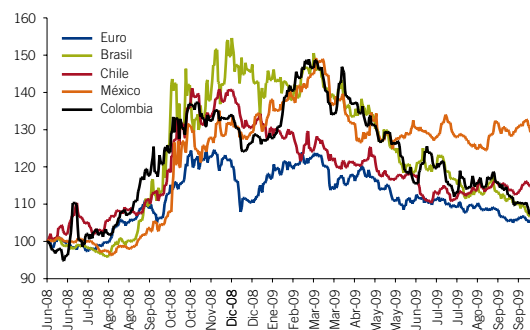
Si bien la apreciación del peso que se dio entre septiembre y noviembre de 2009, y que parcialmente se ha revertido en las últimas semanas, es fuente de preocupación y puede afectar la recuperación del sector real, en particular la del sector exportador, es importante reconocer que el comportamiento de la tasa de cambio obedece en gran medida a factores externos, por fuera del control de las autoridades locales.

A finales de 2008 las principales monedas de América Latina y el euro registraron una fuerte devaluación, reflejando las restricciones de liquidez internacional tras la quiebra de Lehman Brothers y el agudizamiento de la crisis financiera en EE.UU. y Europa Occidental. A principio de este año existía gran incertidumbre respecto a la magnitud del impacto de la crisis sobre las economías emergentes. De hecho, había el temor de que, como sucedió a finales de los 90, se diera una crisis de balanza de pagos y las monedas latinoamericanas continuaran perdiendo valor. Sin embargo, en el segundo trimestre de 2009 la situación empezó a revertirse. Al tiempo que se hizo evidente que muchas economías emergentes, incluida Colombia, gozaban de sólidos “fundamentales”, las medidas tomadas en EE.UU para hacer frente a la contracción de la demanda interna, en particular la inyección sin precedentes de liquidez al sistema financiero, inevitablemente conllevaron a una depreciación de la moneda norteamericana.

Como se observa en el Gráfico 1, en el que además del peso colombiano aparecen otras monedas que tienen en común con la nuestra el provenir de países que operan bajo un esquema de inflación objetivo, la evolución reciente del peso colombiano tiene muy poco de particular. Todas

las monedas allí referenciadas se depreciaron a partir del segundo semestre de 2008 y han registrado un proceso de revaluación desde marzo. En lo corrido de 2009 el peso colombiano se ha apreciado 10,4%, mientras que el real brasilero y el peso chileno lo han hecho en 24,1% y 21% respectivamente.

Gráfico 1
TASA DE CAMBIO NOMINAL
(ÍNDICE JUNIO 2008 = 100)



Fuente: Bancos centrales de cada país o región.

Al tiempo que es poco lo que las autoridades pueden hacer para afectar la trayectoria de la tasa de cambio, es muy importante ofrecerle a los agentes mecanismos de protección contra la incertidumbre cambiaria y contra la volatilidad de la tasa de cambio. En tal sentido, es deseable que una economía crecientemente globalizada cuente con un mercado de derivados y de coberturas cambiarias desarrollado. Por tal motivo, la política económica en general, y la cambiaria en particular, debe procurar no generar distorsiones en el mercado de coberturas cambiarias u obstaculizar el desarrollo de los mercados de derivados cambiarios.

A continuación resumimos un reciente estudio de Fedesarrollo que analizó el papel de los Fondos de Pensiones

Obligatorias (FPOs) en el mercado cambiario; discutió algunas causas detrás del incipiente desarrollo del mercado de coberturas en nuestro país; y evaluó algunos de los determinantes de la volatilidad de la tasa de cambio en Colombia¹.

¿Qué tan activos son los FPOs en el mercado cambiario?

Los FPOs han crecido de manera importante en los últimos años. Los recursos que administran pasaron de US\$5 billones en 2001 a alrededor de US\$25 billones en 2008. Durante el mismo período, sus inversiones en moneda extranjera pasaron de US\$500 millones a cerca de US\$2.500 millones. La importancia relativa de dichas inversiones dentro del portafolio de los fondos ha disminuido desde 2002, situándose en 10% a finales de 2008 (Gráfico 2).

A pesar de que ha crecido la actividad de los FPO en el mercado cambiario, su participación en dicho mercado es baja, comparada con la de otros agentes. En efecto, los bancos comerciales son los intermediarios financieros más activos, tanto en el mercado spot como en el forward. En el spot tienen una participación promedio de 63% durante el período 2004-2009, mientras la de los FPOs apenas llega a 5%. De igual manera, en el mercado forward los bancos tienen una participación promedio de 65%, los FPOs de 13%. Si bien la participación de los fondos en el mercado cambiario es baja en términos de valor, en conjunto lo hacen con mucha frecuencia. En el spot hicieron operaciones 93% de los días hábiles, aunque con marcadas diferencias entre fondos. De los seis fondos autorizados, los dos más activos participaron el 65% de los días, mientras los demás tan sólo operaron 18% de los días. La frecuencia de participación en el mercado forward es mayor (97%) y más homogénea entre fondos. El hecho de que la mayor

Gráfico 2
TAMAÑO DE LOS FPO E INVERSIÓN EN DIVISAS



Fuente: Superfinanciera.

¹ María Angélica Arbeláez y Roberto Steiner (2009), "Impacto de los fondos de pensiones obligatorias y de disposiciones del banco central sobre el mercado cambiario en Colombia". Fedesarrollo, Documento de Trabajo.

actividad cambiaria de los FPOs tenga lugar en el mercado forward sugiere que los fondos participan en el mercado cambiario más por un tema de coberturas que con un objetivo de especulación.

No existe evidencia de un “efecto manada” en la actividad de los FPOs, efecto que implicaría que las decisiones de algún fondo en particular afectan las decisiones de todos los demás. Las correlaciones entre las compras, las ventas, y las posiciones netas en moneda extranjera de los diferentes fondos son bastante bajas. Por el contrario, es plausible que se dé algo de front-running en virtud al hecho de que los FPOs no pueden operar directamente en el mercado cambiario. Valga decir, puesto que sus operaciones las deben hacer a través de algún intermediario del mercado cambiario (IMC), incluidos bancos y sociedades comisionistas de bolsa, no se descarta que dicho proceder genere asimetría de información entre los diferentes IMCs. Esto debido a que al contar con información acerca de los movimientos de los fondos, los intermediarios se pueden anticipar, tomando posiciones propias en el mercado.

La evidencia sugiere que la participación de los FPOs en el mercado cambiario no ha estado motivada por aspectos regulatorios, en particular por los requisitos de rentabilidad mínima (RM) o por los límites a la composición del portafolio. Durante el período 2002-2009 la rentabilidad

de los fondos consistentemente fue superior a la mínima exigida, lo cual sugiere que el logro de la RM no ha requerido del involucramiento en actividades especulativas de muy corto plazo. De otra parte, los límites impuestos por la regulación en cuanto a la conformación del portafolio tampoco parecen haber sido restrictivos. Así por ejemplo, la exposición cambiaria de los FPOs ha fluctuado entre 5 y 7%, muy por debajo del límite regulatorio de 30%.

Incipiente desarrollo del mercado de derivados

El mercado de derivados² en Colombia es muy pequeño y poco diversificado comparado con otros de América Latina. Mientras a junio de 2009 las transacciones en Brasil y México alcanzaron US\$1.180 billones y US\$252 billones respectivamente, en Colombia apenas se habían tranzado US\$1.5 billones. El 94% de las operaciones se hacen en el mercado OTC³, el 6% restante en el mercado estandarizado⁴.

El Banco de la República ha adoptado diversas medidas con el propósito de dar estabilidad a la tasa de cambio y reducir la especulación a través de derivados. La regulación vigente establece límites a las posiciones en moneda extranjera de los IMC a través de la Posición Propia⁵ (PP), la Posición Propia de Contado⁶ (PPC) y la Posición Bruta de Apalancamiento⁷ (PBA). La PP no puede exceder el 20%

² Mercados en los cuales se negocian y contratan instrumentos derivados, activos financieros cuyo precio depende, o se deriva, del comportamiento de otro activo o variable subyacente.

³ Contratos bilaterales donde las condiciones de la transacción se especifican completamente, única y exclusivamente entre las partes.

⁴ Los derivados estandarizados se negocian a través de mercados organizados como las bolsas y bajo condiciones previamente establecidas.

⁵ Es un indicador de riesgo cambiario que se define como la diferencia entre los activos en moneda extranjera y los pasivos en moneda extranjera.

⁶ La diferencia entre activos líquidos y pasivos líquidos.

⁷ El objetivo es reducir la probabilidad de riesgo sistémico y de contraparte de algunos IMC, que tienen posiciones abiertas a futuro muy superiores al nivel de su patrimonio. Se define como la suma de todos los contratos derivados y contingencias sobre moneda extranjera, independientemente de si generan derecho u obligación.

del patrimonio técnico del IMC y puede ser negativa hasta el 5% del patrimonio técnico; la PPC no puede exceder el 50% del patrimonio técnico ni puede tener valor negativo; y la PBA no puede ser superior a 550% del patrimonio técnico. En principio esta última restricción pareciera ser muy amplia, pero en realidad sólo lo es para los IMC con un patrimonio técnico muy grande.

Diversos estudios han destacado los potenciales efectos negativos de estas medidas sobre el desarrollo del mercado de derivados. En particular, las mismas conllevan a una menor disponibilidad de oportunidades de cobertura para el sector real; generan distorsiones en los precios, mayor volatilidad y menor liquidez en el mercado de forwards; e incrementan las transacciones off-shore, por fuera del control del supervisor local.

El carácter restrictivo de los límites impuestos por el Banco de la República depende del tipo de IMC. Para los bancos, los límites a la PPC son los más restrictivos, siendo el límite inferior de 0% (PPC no negativa) más restrictivo que el superior de 50%. Aunque los límites a la PPC y la PBA son restrictivos para todos los bancos, los más afectados por los primeros son los de mayor tamaño, mientras que los límites a la PBA son más restrictivos para aquellos con menor patrimonio técnico. Por otro lado, para los comisionistas de bolsa la PP es más restrictiva que para los bancos; la PPC es prohibitiva, especialmente en el límite inferior; y la PBA es altamente restrictiva.

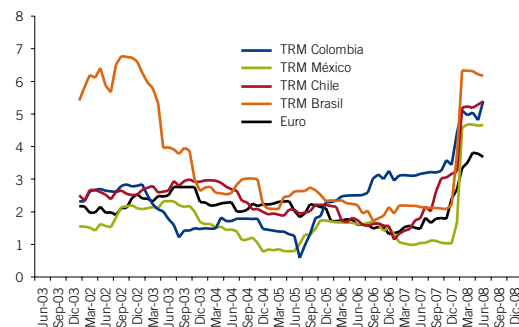
¿Qué tan volátil es el peso colombiano?

En el estudio en referencia se compara la volatilidad del peso colombiano con la de otros mercados emergentes (México, Chile y Brasil) y con el euro, a diferentes frecuencias (mensual, semanal, diaria e intradiaria). Al igual que Colombia, los países que se utilizan para la comparación funcionan bajo un esquema de inflación objetivo que, en principio, tiene como prerrequisito un régimen de flota-

ción cambiaria. También se compara la volatilidad de la tasa de cambio con la del índice de la Bolsa de Valores de Colombia.

Se encuentra que i) a cualquier frecuencia, la tasa de cambio en Colombia es menos volátil que el mercado accionario; ii) a frecuencia diaria, semanal y mensual, el peso colombiano no es consistentemente más volátil que las otras monedas consideradas; iii) en frecuencia intradiaria el peso colombiano sí es particularmente volátil; iv) todas las monedas consideradas se han vuelto más volátiles desde el año 2005 (Gráfico 3).

Gráfico 3
**TASA DE CAMBIO NOMINAL
DESVIACIÓN ESTÁNDAR BASADA EN VENTAS
DE QUINCE MESES**

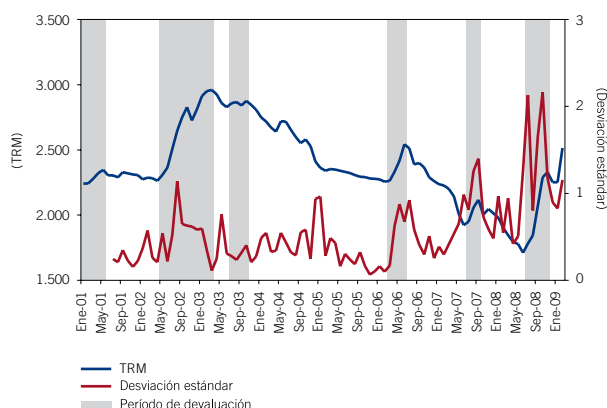


Fuente: estimación de los autores.

Existe evidencia de que la volatilidad cambiaria se relaciona con el nivel de la tasa de cambio, con el trading diario de los FPOs y con algunas intervenciones del Banco de la República. Sin embargo, no en todos los casos resulta posible determinar en qué dirección va la causalidad. Resulta evidente que en períodos de devaluación hay mayor volatilidad de la tasa de cambio (Gráfico 4), lo cual sugiere que el banco central permite más flotación de la tasa de cambio en períodos de devaluación que en períodos de apreciación, y esta afirmación recibe sólido respaldo eco-

nométrico. Valga decir, la flotación de la tasa de cambio es asimétrica y hay una preferencia por la intervención en periodos de revaluación. En estos periodos aumentan el monto y la frecuencia de las intervenciones del Banco de la República en el mercado cambiario.

Gráfico 4
TRM Y DESVIACIÓN ESTÁNDAR



Nota: la desviación estándar mensual fue calculada con base en los datos diarios del mes.

Fuente: Banco de la República. Cálculos de Fedesarrollo.

Por otro lado, al evaluar la volatilidad intradiaria se encuentra que hay una relación positiva entre la actividad de los FPOs en el mercado cambiario y la volatilidad de la tasa de cambio. Sin embargo, pruebas econométricas sugieren que la causalidad va en ambos sentidos. En cambio, es evidente que la volatilidad cambiaria aumenta cuando aumenta el riesgo, medido por el spread de la deuda pública

sobre los bonos del Tesoro americano. Aunque menos concluyente, el trabajo en referencia apoya la conclusión de trabajos previos en el sentido de que los controles a la entrada de capitales que ocasionalmente ha impuesto el Banco de la República pueden haber exacerbado la volatilidad de la tasas de cambio.

Conclusiones

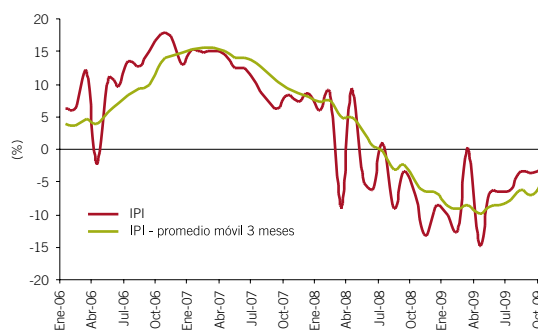
Colombia es un actor muy pequeño en los mercados financieros internacionales, razón por la cual la evolución de la tasa de cambio está en gran medida determinada por factores fuera del control de las autoridades locales. En ese contexto, es crucial que los agentes económicos locales, particularmente los vinculados al sector exportador, tengan acceso a un mercado de coberturas suficientemente desarrollado. Infortunadamente, bien intencionadas disposiciones adoptadas con el fin de aislar a Colombia de los efectos adversos de los movimientos especulativos a nivel internacional, parecen haber sido infructuosos en afectar el nivel de la tasa de cambio, casi con seguridad incrementaron su volatilidad y muy probablemente retardaron el desarrollo de un buen mercado de coberturas y derivados cambiarios. Las autoridades económicas deberían estudiar seriamente la posibilidad de remover varias de las restricciones regulatorias y diversas medidas tributarias que están inhibiendo el desarrollo del mercado cambiario, y más bien propender por que los agentes locales puedan, de manera eficiente, cubrirse contra los riesgos cambiarios inherentes a una economía crecientemente integrada comercial y financieramente al resto del mundo.

IPC - VARIACIÓN PORCENTUAL ANUAL



Fuente: Banco de la República.

ÍNDICE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL - IPI



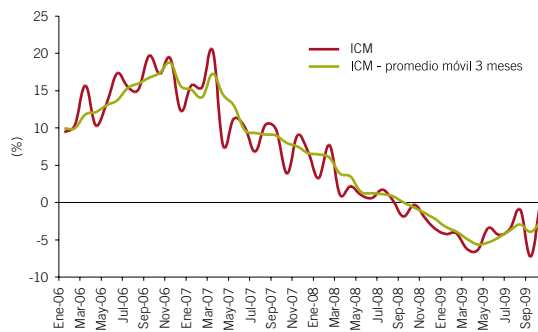
Fuente: DANE.

PRECIO PETRÓLEO WTI



Fuente: BVC.

ÍNDICE COMERCIO MINORISTA - ICM

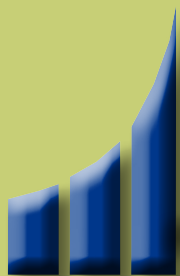


Fuente: DANE.

PROYECCIONES PIB COLOMBIA (CRECIMIENTO REAL ANUAL, %)

Institución	Proyección PIB (%)	
	2009	2010
Fedesarrollo	0,4	2,4
Consensus (promedio)	-0,1	2,4
Más alto	0,5	4,1
Más bajo	-0,5	1,1
Desviación estándar	0,4	0,7

Fuente: *Latinamerican Consensus Forecast*.



FEDESARROLLO

Centro de Investigación Económica y Social