

TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

29

Agosto de 2004



FEDESARROLLO

Director Ejecutivo
Mauricio Cárdenas S.

Editora
Ximena Cadena O.

Asistente
Juan Felipe Quintero V.

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

Editorial: La más reciente apreciación del peso

Encuesta de Consumo

Encuesta de Opinión Empresarial

Actualidad: Crecimiento económico en el mediano plazo

Indicadores Económicos

La semana pasada la tasa de cambio nominal se ubicó en niveles inferiores a 2.600 pesos por dólar, por primera vez desde agosto de 2002. La revaluación ha sido la constante durante 2004, excepto en mayo, cuando el peso se depreció cerca de 2,6% debido a que los *spreads* de bonos globales colombianos, junto con otros títulos latinoamericanos, aumentaron más de 200 puntos base lo que desincentivó temporalmente la entrada de capitales. Así pues, durante el último año se pueden identificar dos periodos de apreciación diferentes: el primero entre octubre de 2003 y abril de 2004 y el segundo entre junio de 2004 y el presente.

El ambiente macroeconómico de los dos periodos presenta algunas diferencias que sugieren que la revaluación reciente no ha tenido el mismo impacto sobre los precios de los activos en pesos en contraste con que la que se presentó en el primer trimestre del año. El incremento en el flujo de divisas ha generado un aumento en la oferta de dólares en la economía. Los determinantes internos y externos de este flujo no parecen próximos a ceder.

La principal diferencia entre los últimos meses de apreciación y el periodo anterior a mayo se encuentra en la evolución de los precios de los principales activos denominados en pesos. La escasa profundidad del mercado de capitales colombiano no permite mayor diversificación del portafolio y por lo tanto los movimientos en los precios de los activos se encuentran relativamente correlacionados. Los activos en pesos actúan como sustitutos de los activos en dólares y por lo tanto caídas en el precio del dólar son a la vez causa y consecuencia del comportamiento de los mercados en moneda local.

Durante los primeros cuatro meses del año, el periodo de revaluación coincidió con una valorización de los activos en pesos. El índice de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) pasó de 2.400 al comenzar el año a 3.400 en la última semana de abril, lo que significó una valorización de 42%. Los bonos de deuda pública denominados en pesos también se valorizaron. De hecho, la tasa de los TES con vencimiento en abril de 2012, uno de los títulos más transados en el mercado, cayó aproximadamente 200 puntos básicos durante ese periodo. En términos de precios los papeles pasaron de 104,5 a 115,2 sobre su valor facial. Los precios de la vivienda también se aceleraron, después un menor dinamismo entre junio y noviembre del año anterior.

En el actual periodo de apreciación del peso la situación ha sido diferente. La tasa de los títulos de tesorería ha oscilado entre 14% y 14,5% sin presentar una clara tendencia a la baja y el índice de la bolsa colombiana ha caído constantemente desde junio. A pesar de que en la última semana ha mostrado una recuperación, la caída alcanzó un 11%, lo que puede reflejar una corrección del mercado después del elevado crecimiento de comienzos de año. La más reciente apreciación del peso hasta ahora empieza a tener el efecto esperado so-

PATROCINADORES:



bre el precio de las acciones y los títulos de deuda pública. A pesar de que el peso ya recuperó el terreno perdido durante mayo, los activos en pesos que sufrieron un revés consistente con la depreciación de ese mes, no lo han podido recuperar.

Otra diferencia entre la apreciación antes y después de mayo es la disposición de las autoridades económicas a intervenir en el mercado cambiario. Durante el primer trimestre no sólo el Banco de la República, si no incluso el Gobierno, intentaron detener la caída del dólar. Para esto utilizaron mecanismos de mercado y otros con mayores distorsiones concentrados en cubrir los riesgos de algunos productores agrícolas. Entre diciembre y marzo se realizaron tres subastas *put* para acumulación de reservas internacionales por un total de US\$500 millones. En marzo se anunciaron subastas adicionales por US\$700 millones, para ser ejercidas entre abril y julio. También el emisor bajó las tasas de interés en dos oportunidades (febrero y marzo 0,25% cada una) con el fin de frenar la entrada de divisas. Adicionalmente, dispuso que la posición propia de los intermediarios del mercado cambiario no podrá ser negativa. Por su parte, el gobierno realizó una operación *forward* de compra de dólares a futuro por US\$130 millones. Si bien el objetivo de la operación no era únicamente contener la apreciación sino también utilizar el mercado para adquirir dólares que le permitieran cubrir el servicio de la deuda a bajo costo, lo cierto es que el gobierno terminó pagando 75 pesos adicionales por cada dólar de lo que hubiera pagado en el mercado *spot* el día del vencimiento.

Las intervenciones posteriores a junio en materia de opciones han sido reflejo de lo anunciado en marzo. Se han tomado algunas medidas de reglamentación de la entrada y salida de divisas y sobre las consignaciones en efectivo de los intermediarios del mercado cambiario en el Banco de la República. A pesar de que estas medidas buscan contribuir a frenar la apreciación del peso, su objetivo primordial ha sido controlar el lavado de activos, lo que probablemente aumentará la brecha entre el dólar oficial y el dólar callejero que intermedian los cambistas profesionales. Recientemente el Banco de la República destacó que la apreciación del peso estaba fundamentada en condiciones externas e internas sobre las que no tiene ninguna injerencia. Por lo tanto, descartó mayores intervenciones que podrían afectar la rentabilidad del Banco sin ningún efecto sobre el mercado cambiario. Esta decisión resulta acertada pues la experiencia reciente muestra que el efecto de intervenir el mercado puede ser muy costoso e inefectivo.

Así pues, el actual proceso de apreciación colombiana se ha caracterizado hasta ahora por la ausencia de aumentos suficientes en la demanda de los activos denominados en pesos. Más bien, ha sido el resultado de un exceso de dólares en el mercado fruto del fortalecimiento de la demanda externa, del

comportamiento de los precios de los productos básicos, de la entrada de capitales para financiación de inversión y deuda pública y de los mayores ingresos por transferencias y remesas, entre otros. Las autoridades han reconocido estas tendencias de mercado y por el momento no actuarán contra ellas.

Estos fenómenos permiten suponer que la evolución del tipo de cambio para el resto de 2004 será diferente a la que se creía hasta hace unos meses. Los supuestos de la Balanza de Pagos del Banco de la República incluyen precios para los productos de exportación básicos inferiores a los que actualmente parecen ser más probables. El último año ha estado marcado por un incremento sin precedentes en el precio del petróleo, el oro y otros metales como el níquel. El Banco utilizó en su proyección de balanza de pagos un precio del petróleo promedio de US\$34,6 por barril, pero el promedio de la cotización WTI en lo corrido del año alcanza los US\$38. Adicionalmente, el ritmo de exportaciones de carbón -además de su precio- se ha acelerado y se espera que su crecimiento sea sostenido.

De acuerdo con una reciente encuesta de Fedesarrollo, las remesas de los trabajadores colombianos residentes en el exterior, que han crecido sistemáticamente desde 1999 seguirían en aumento en los próximos 12 meses. De hecho, hasta julio de este año presentan un crecimiento de 5% con respecto al año anterior. Por todo lo anterior, el déficit en cuenta corriente probablemente sea inferior a los US\$1.614 millones (1,8% del PIB) proyectado a comienzos de año. Adicionalmente, la cuenta de capitales ha generado flujos positivos hasta agosto 6 por US\$765 millones, lo cual le ha permitido al banco central incrementar sus reservas brutas en más de US\$1.000 millones, aproximadamente tres veces lo estimado por el emisor para todo 2004.

Estos factores en conjunto apuntan a los síntomas básicos de una leve *enfermedad holandesa*, en la cual el ingreso de divisas, causado por la exportación de productos básicos sería la principal causa del reciente periodo de revaluación en el país. Los mayores ingresos por exportaciones no parecen próximos a reducirse. Sin embargo, la encuesta de expectativas del Banco de la República señala que los intermediarios financieros esperan un aumento de la tasa de cambio al cabo de un año, del orden de 7% anual. Esta misma expectativa, aunque en menor magnitud, se observa en el diferencial de tasas de interés entre TES en pesos y globales con vencimiento en enero de 2012. Así, el mercado sabe que de no realizarse las reformas económicas necesarias para garantizar la sostenibilidad fiscal, el panorama de las finanzas públicas del año entrante podría cambiar radicalmente. Si los mercados internacionales endurecen su posición frente a Colombia, podría truncarse la entrada de capitales y acelerarse la depreciación.

La confianza de los consumidores completa tres meses de aumentos

El Índice de Confianza de los Consumidores (ICC) pasó de 12,7 en junio a un nivel de 13 en julio y es bastante superior al registro alcanzado hace un año (1,9). Con este resultado, el ICC completó tres meses consecutivos de aumentos leves. Como se ve en el Gráfico 1, la evolución de la confianza de los consumidores en lo que va del año no siguió el comportamiento estacional presentado en años anteriores (fuertes aumentos entre abril y junio con una corrección a la baja en julio). Por el contrario, el ICC se ha mantenido en un rango estrecho después de haber alcanzado el máximo histórico en el mes de enero (25,7). De esta manera, el nivel de confianza actual y su estabilidad en niveles altos sugieren que el positivismo de los consumidores no se limita a factores coyunturales sino a una mejoría de las condiciones estructurales y de largo plazo de la economía nacional. Sin embargo, su falta de dinamismo en los últimos meses podría indicar un freno en su tendencia de recuperación.

La percepción de los consumidores acerca de la situación económica actual del hogar es mucho mejor que la del país como un todo. El balance de la pregunta que compara la situación actual del hogar con la vivida el año anterior pasó de -1,5 en junio a -0,7 en julio. El nivel actual es el más alto desde febrero de este año y supera con creces el registro del año anterior (-8,9). La mejoría de las condiciones en el hogar puede estar asociada con la disminución de un punto porcentual en los últimos doce meses de la tasa de desempleo urbana que se situó en 15,8% en el mes de junio. Por el contrario, el balance de la pregunta que compara la situación económica actual del país con la presentada hace un año se contrajo tres puntos y se ubicó en 2,9 en julio; este nivel supera el registro de hace un año (-1,6). (Gráfico 2).

La confianza por ciudades: comportamiento heterogéneo

Los resultados de la Encuesta de Consumo del mes de julio señalan que la percepción de los consumidores de Bogotá y Cali mejoró mientras que la de los paisas y barranquilleros se deterioró ostensiblemente.

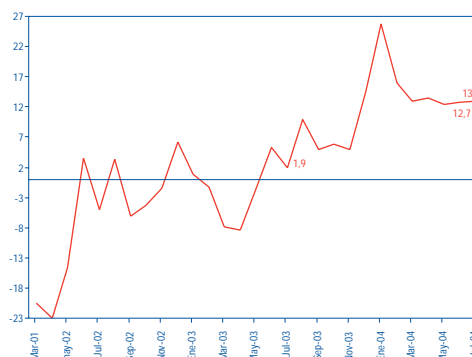
El ICC aumentó 3,6 y 2,1 puntos en Bogotá y Cali respectivamente mientras que el Índice de Medellín se contrajo 2,8 puntos y el de Barranquilla lo hizo en 7,6 puntos. A pesar de estas diferencias, el nivel actual es mayor que el alcanzado hace un año para todas las ciudades lo que quiere decir que la recuperación económica ha mejorado la percepción de los consumidores en las principales regiones. El ICC de Cali ha aumentado 21 puntos en el último año, seguido por el de Bogotá (11,9), Medellín (9,6) y Barranquilla (1) (Gráfico 3).

Aunque el comportamiento ha sido distinto en el último año, la confianza de los colombianos de distintas regiones ha tendido a converger. El nivel actual del ICC es similar entre estas ciudades: Cali tiene el registro más alto (16,4) mientras que Medellín presenta el más bajo (11,5).

Continúa la estabilidad de las expectativas en niveles altos

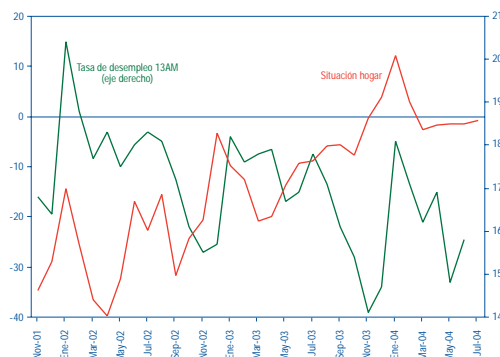
Durante el mes de julio, el Índice de Expectativas de los Consumidores (IEC) fue 19,8 después de haber sido 19,6 en junio. El registro actual es

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES



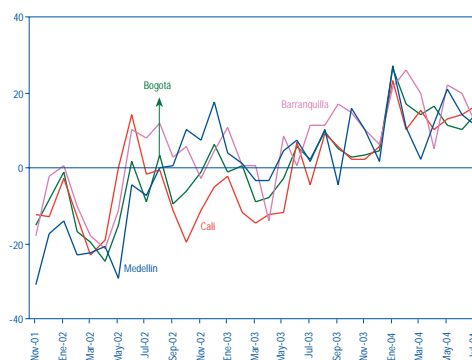
Fuente: Encuesta de Consumo de Fedesarrollo - Invamer.

Gráfico 2
SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL DEL HOGAR Y TASA DE DESEMPEÑO



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

Gráfico 3
ÍNDICE DE CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES POR CIUDADES



Fuente: Encuesta de Consumo de Fedesarrollo - Invamer.

7,5 puntos mayor que el nivel alcanzado el año anterior. La fortaleza del IEC se refleja en la ausencia de resultados negativos desde abril de 2003 y en su estabilidad en niveles relativamente altos.

Los consumidores esperan que la situación mejore tanto en el país como en el hogar. Por un lado, el balance de la pregunta ¿piensa usted que dentro de los próximos doce meses vamos a tener buenos o malos tiempos económicamente? pasó de 9 en junio a 12,7 en julio lo que refleja que un porcentaje mayor de encuestados piensa que la economía del país va a estar mejor en el futuro. De otro lado, el balance que compara la situación esperada del hogar con la actual se ubicó en 35,2 en julio después de haber sido 34,2 en junio. Cabe anotar que ambos balances son superiores a los registros de hace un año. De esta forma, los consumidores confían en que la mejoría de las condiciones económicas presentada en el último año se extienda a 2005 (Gráfico 4).

Las condiciones económicas repuntan en julio

El comportamiento del Índice de Condiciones Económicas (ICE) es de gran importancia porque refleja hasta que punto las condiciones económicas actuales son propicias para aumentar el consumo de bienes durables. El ICE aumentó 0,5 puntos y se ubicó en un nivel de 2,9 en mes de julio, este registro supera con creces el alcanzado hace un año (-13,7). Así, este Índice señala que las condiciones actuales son apropiadas para que el consumo de bienes durables se fortalezca aún más. En el gráfico 4 se muestra la evolución del ICE y de las ventas de muebles y electrodomésticos reportadas por el DANE. Es claro que el Índice lidera el comportamiento de las ventas de los bienes durables por lo que es muy probable que el consumo de este tipo de artículos se haya estabilizado en niveles altos. De hecho, en lo corrido del año hasta junio el consumo durable presentó un crecimiento acumulado anual de 22,1% (Gráfico 5).

De otro lado, los consumidores perciben que el momento actual es apropiado para comprar vivienda. Aunque el balance de esta pregunta disminuyó levemente y pasó de 12,2 en junio a 11,8 en julio, éste ha permanecido por encima del nivel neutral por 14 meses consecutivos y es superior al registro del año anterior (4,7).

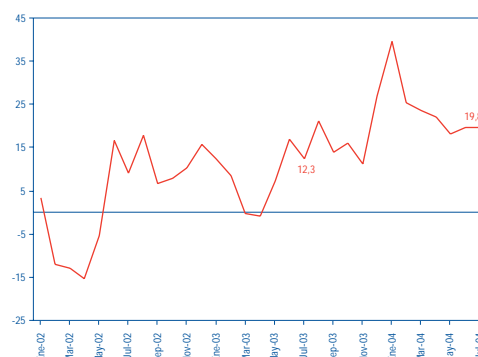
En síntesis, la percepción de los consumidores acerca de la situación actual y futura de la economía se mantiene en niveles altos pero su falta de dinamismo sugiere que el consumo se estabilizaría en lo que resta del año.

Las expectativas de inflación corrigen a la baja

Durante el mes de julio, las expectativas de inflación de los consumidores presentaron un fuerte descenso y se ubicaron en 7,8% después de haber sido 10,2%. Como lo muestra el Gráfico 6, las expectativas sobreestiman la inflación observada pero las tendencias de estas dos variables presentan una relación cercana. No se puede ignorar que en los dos últimos meses los consumidores han fallado al construir sus expectativas de inflación. Es claro que los aumentos recientes han tomado por sorpresa a consumidores y analistas (Gráfico 6).

En todo caso, el descenso de las expectativas de inflación por parte de los consumidores y su nivel relativamente bajo implica que la política de inflación objetivo del Banco de la República ha enviado las señales correctas y que la meta impuesta para este año (5%-6%) podría ser alcanzada si no se presentan sorpresas como ocurrió en el mes de junio con el precio del transporte.

Gráfico 4
ÍNDICE DE EXPECTATIVAS DE LOS CONSUMIDORES



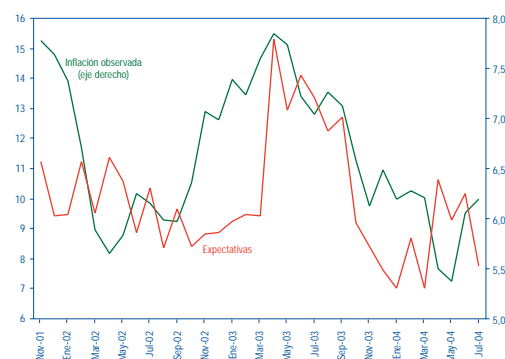
Fuente: Encuesta de Consumo de Fedesarrollo - Invermer.

Gráfico 5
ÍNDICE DE CONDICIONES ECONÓMICAS



Encuesta de Consumo de Fedesarrollo - Invermer y DANE.

Gráfico 6
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN E INFLACIÓN OBSERVADA



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

La confianza de los industriales disminuyó en junio

El Índice de Confianza Industrial (ICI) fue 5,7 en junio después de haberse ubicado en un nivel de 8,6 en mayo. Como se muestra en el Gráfico 1, el ICI presenta una tendencia decreciente y ha perdido 7,6 puntos con respecto al nivel alcanzado en diciembre del año anterior. Hace más de dos años que no se veía un comportamiento definido a la baja como el actual. No obstante, el registro actual es superior al alcanzado hace un año (-3), lo que demuestra que la confianza de los empresarios ha mejorado en los últimos doce meses a pesar de las contracciones recientes.

La caída de la confianza industrial se explica, fundamentalmente, en la acumulación excesiva de inventarios durante el mes de junio. De hecho, el balance de la pregunta sobre este tema pasó de -3,1 en mayo a 1,6 en junio lo que significa que un porcentaje mayor de industriales piensan que sus existencias superan el nivel adecuado. El exceso de inventarios se sustentaría en que el crecimiento de la producción industrial podría ser mucho mayor que el ritmo de crecimiento del consumo. Por su parte, el balance de la pregunta que indaga sobre el nivel de pedidos aumentó levemente y se ubicó en un nivel de -12 en junio después de haber sido -2,3 en mayo. Cabe anotar que los niveles actuales de estos balances son mejores a los registrados hace un año. A pesar de la acumulación de inventarios y la estabilidad de los pedidos, la producción industrial creció 11,7% anual en junio y alcanzó un crecimiento de 5,1% año corrido durante el primer semestre del año (Gráfico 2).

Las expectativas se deterioran

La fortaleza de la actividad manufacturera en el mes de junio podría disminuir durante el tercer trimestre debido a la reducción de las expectativas de producción a tres meses. En efecto, el balance de esta pregunta pasó de 41,7 en mayo a 37,6 en junio y su nivel actual está por debajo del registrado hace un año (38) (Gráfico 3).

De otro lado, las expectativas de los industriales sobre la situación económica en los próximos seis meses se debilitaron. El balance de esta pregunta se contrajo fuertemente y se ubicó en un nivel de 30,1 en junio después de haber sido 37,3 en el mes de mayo. Con este resultado, el balance se situó por debajo del nivel alcanzado hace un año (34) y es el registro más bajo desde noviembre de 2003.

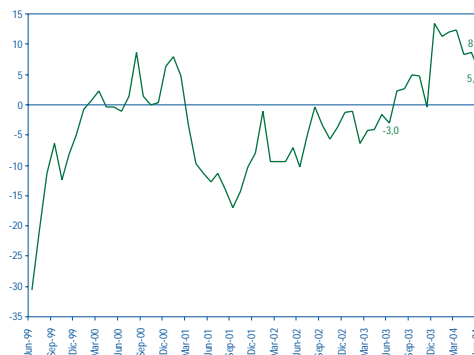
En síntesis, el dinamismo que la industria había presentado en los primeros seis meses del año se moderaría en el tercer trimestre debido a una acumulación excesiva de inventarios y al deterioro de la percepción de los industriales en torno a la situación económica y productiva.

Menos empleo y más contrabando

En la Encuesta de Opinión Empresarial del mes de junio se incluyen dos preguntas especiales sobre las expectativas de empleo y sobre el problema del contrabando.

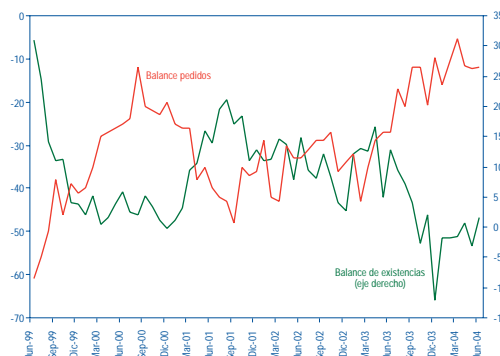
En cuanto a las expectativas de empleo, el balance de esta pregunta se contrajo significativamente al pasar de 15 en marzo a 2 en junio. El nivel actual es el más bajo desde junio de 2002. De esta forma, la reducción de las expectativas de empleo es consistente con la reducción de las expec-

Gráfico 1
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL



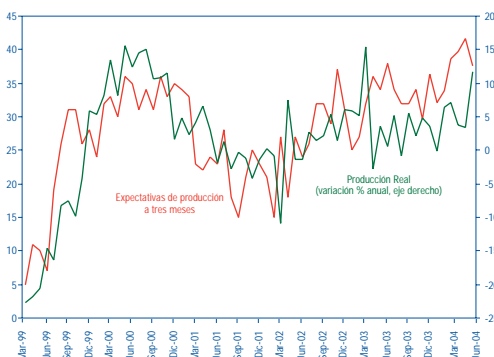
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial, (E.O.E.) de Fedesarrollo.

Gráfico 2
BALANCE DE PEDIDOS Y DE EXISTENCIAS



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

Gráfico 3
EXPECTATIVAS DE PRODUCCIÓN



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

tativas de producción. Aunque la contracción de las expectativas de empleo sugiere que la demanda de trabajo disminuiría a partir del tercer trimestre, lo cierto es que el dinamismo del sector manufacturero no ha generado una cantidad sustancial de empleos. De hecho, el índice total de empleo calculado por el DANE sólo ha crecido 0,17% acumulado año corrido hasta el mes de junio. La escasa generación de empleos es consistente con el aumento de 4,9% año corrido de la productividad del trabajo en la industria (Gráfico 4).

Por su parte, el balance de la pregunta sobre contrabando aumentó ostensiblemente y se ubicó en un nivel de 22 en el mes de junio después de haber sido 2 en mayo. El nivel actual es el mayor desde junio de 2003 cuando fue 37. De esta forma, el contrabando retoma su importancia como uno de los principales problemas del sector productivo. Otro de los problemas más graves es la debilidad de la demanda. A pesar del crecimiento del consumo en el primer trimestre del año y de que la confianza de los consumidores parece estar en niveles altos, los empresarios aún perciben la demanda como un problema debido al deterioro de los balances de pedidos y existencias.

La confianza del sector comercial se mantiene estable

El Índice de Confianza Comercial (ICC) se mantuvo relativamente estable y fue 21,7 en junio, 0,3 puntos inferior al registro del mes de mayo. A pesar de esta leve contracción, el nivel del ICC es superior al registro de hace un año (15,7) lo que sugiere que la confianza de los comerciantes ha aumentado en los últimos doce meses. Cabe anotar que el ICC no presenta registros negativos desde julio de 1999 (Gráfico 5).

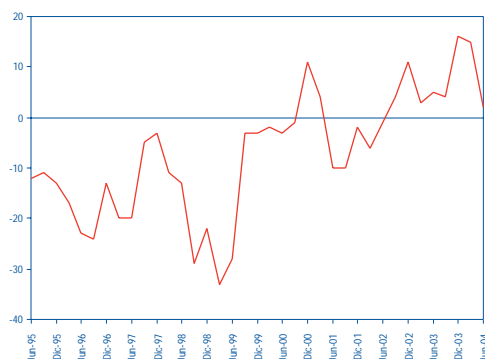
La estabilidad de la confianza de los comerciantes se debe, fundamentalmente, al comportamiento que exhibió el nivel de pedidos en junio. En efecto, el balance de pedidos se mantuvo constante en 4, el nivel más alto desde diciembre de 2003. El balance de existencias, por su parte, se contrajo 4 puntos y se ubicó en 19 en junio después de haber sido 23 en mayo.

La percepción de los comerciantes con respecto al nivel de la demanda presentó una mejoría sustancial. El balance de esta pregunta aumentó 10 puntos al pasar de 14 en mayo a 24 en junio y supera el registro del año anterior en 13 puntos, lo que significa que un porcentaje mayor de comerciantes piensa que la demanda aumentó en el mes de referencia. El buen momento de la demanda se hace evidente cuando se analiza la evolución de las ventas. De hecho, el balance que compara las ventas actuales con las del mismo mes del año anterior fue 25 en junio después de haber sido 10 en mayo lo que corrobora la fortaleza de la demanda en el mes de junio en el sector comercial. La buena percepción de los comerciantes sobre el nivel de demanda contrasta con los resultados negativos para el sector industrial acerca del mismo asunto.

Las expectativas de ventas caen

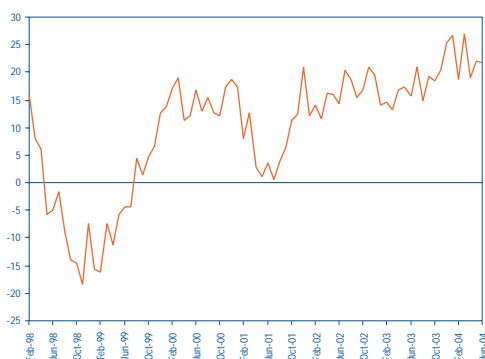
El balance de la pregunta sobre las expectativas de ventas del próximo mes pasó de 35 en mayo a 28 en junio, menor que el nivel alcanzado en junio del año pasado (32). De esta manera, las ventas de comercio al por menor habrían reducido su ritmo de crecimiento en el mes de julio después de haber aumentado 6,1% acumulado año corrido en junio según cifras del DANE (Gráfico 6).

Gráfico 4
EXPECTATIVAS DE EMPLEO
(Nivel nacional)



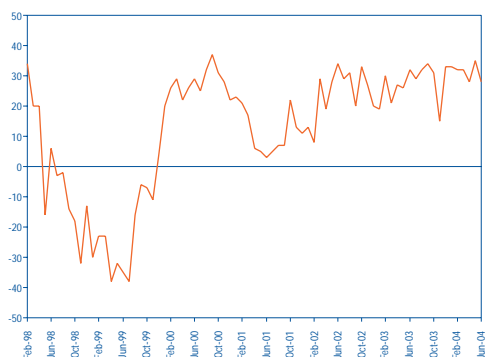
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial, (E.O.E.) de Fedesarrollo.

Gráfico 5
ÍNDICE DE CONFIANZA COMERCIAL
(ICC)



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

Gráfico 6
EXPECTATIVAS DE VENTAS PRÓXIMO MES
(Nivel nacional)



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

Crecimiento económico: ¿qué tan fuerte puede ser?

La fuerte contracción de 4,2% del PIB en 1999 fue seguida por lánguidos crecimientos del orden de 2% hasta 2002. Fue hasta el año pasado que la economía colombiana empezó a crecer a tasas relativamente satisfactorias. Durante el primer semestre de este año se mantuvo la dinámica de crecimiento alrededor de 4% que poco a poco consolida el proceso de recuperación. Al mismo tiempo, el optimismo de los analistas, tanto nacionales como internacionales, ha aumentado de manera significativa como lo señala la sistemática corrección al alza de las expectativas de crecimiento para 2004 y 2005. En efecto, el pronóstico promedio de crecimiento del Latin American Consensus Forecast (LACF) para 2004 pasó de 3,2% en diciembre de 2003 a 4% en julio de este año.

Sin embargo, algunas cifras preliminares del segundo trimestre de 2004 y los resultados de las Encuestas de Opinión de Fedesarrollo sugieren que el dinamismo de la recuperación económica se moderaría. Así, resulta poco probable que se alcancen tasas de crecimiento por encima de 4% en 2004 dadas las condiciones actuales y las expectativas de los diversos sectores económicos. En esta nota se analiza el comportamiento esperado del PIB para 2004 y 2005 y se estudian algunas medidas que deben llevarse a cabo para garantizar la sostenibilidad de la recuperación y un mayor crecimiento económico en el largo plazo.

Situación económica actual

La composición del crecimiento del PIB en el primer trimestre del año y las cifras preliminares de las Encuestas Mensuales del DANE (Industria y comercio) sugieren que el dinamismo de la actividad económica hasta la primera mitad del año estuvo sustentado en el consumo de bienes durables y la construcción de edificaciones.

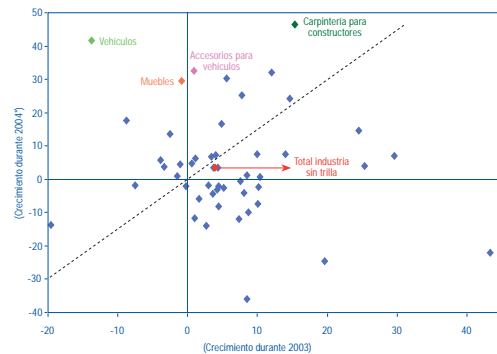
El PIB presentó un cambio de composición apreciable por el lado de la demanda durante el primer trimestre de 2004. El consumo privado doméstico apoyó la expansión de la actividad económica y creció 4,6% en términos anuales después de haber crecido 2,3% en 2003. La fortaleza del consumo privado es de gran importancia pues este rubro representa 66% del PIB y por lo tanto su dinamismo se traduce en aumentos sustanciales del producto.

La recuperación del consumo ha descansado fundamentalmente en la adquisición de bienes durables como muebles y electrodomésticos. La renovada disponibilidad de compra de estos artículos es consistente con la percepción de los consumidores reportada en la Encuesta de Consumo de Fedesarrollo. Los resultados de la Encuesta y los de la Muestra Mensual Manufacturera del DANE sugieren que el ritmo de crecimiento del consumo durable se mantuvo durante el segundo trimestre del

año. Al comparar el crecimiento de las clases industriales en 2003 con el alcanzado hasta mayo de este año, se observa que mientras que la gran mayoría de sectores (29 de 50) y el total de la industria disminuyeron su ritmo de crecimiento, los sectores especializados en la producción de bienes durables presentaron el mejor desempeño. En particular, se destaca la producción de vehículos que creció 41,6% hasta mayo después de haberse contraído 13,8% a lo largo de 2003 (Gráfico 1).

De igual manera, los resultados de la Muestra Mensual del Comercio al por Menor señalan que las ventas de electrodomésticos, muebles y vehículos superan significativamente las ventas de los bienes de los demás sectores productivos. De hecho, las ventas de muebles y electrodomésticos crecieron 15% anual y las de vehículos lo hicieron en 11% mientras que las ventas totales crecieron solamente a un ritmo de 3,9% acumulado hasta mayo (Gráfico 2).

Gráfico 1
LOS SECTORES ESPECIALIZADOS EN BIENES DURABLES LIDERAN EL CRECIMIENTO DE LA INDUSTRIA



* Datos hasta mayo.
Fuente: DANE.

Gráfico 2
ÍNDICE DE VENTAS AL POR MENOR



Fuente: DANE. Series desestacionalizadas.

Por el lado de la oferta, el PIB de la construcción creció 12,1% en el primer trimestre de este año y su contribución al crecimiento fue 0,56%. El sector se desaceleró en el segundo trimestre. Su crecimiento fue 9,3% y su contribución al crecimiento total 0,43%, inferior a las contribuciones de otros sectores como industria y comercio.

La moderación en el ritmo de expansión de la construcción durante el segundo trimestre del año ya era evidente al observar la pérdida de dinamismo de las licencias de construcción. Como se ilustra en el Gráfico 3, el crecimiento acumulado anual se contrajo sustancialmente y pasó de 24,3% al finalizar el primer trimestre a 15,9% en junio.

En síntesis, el consumo de bienes durables todavía provee señales positivas al terminar el segundo trimestre del año. Por el contrario, la construcción ya presenta resultados que dejan dudas sobre su fortaleza. Así, uno de los principales motores de crecimiento podría estar en proceso de desaceleración.

Perspectivas de crecimiento para 2004 y 2005

La tendencia que han presentado los Índices de Confianza de los consumidores y de los industriales registrados en las Encuestas de Fedesarrollo constituyen un claro sintoma de una probable pérdida de dinamismo de la economía en la segunda mitad del año.

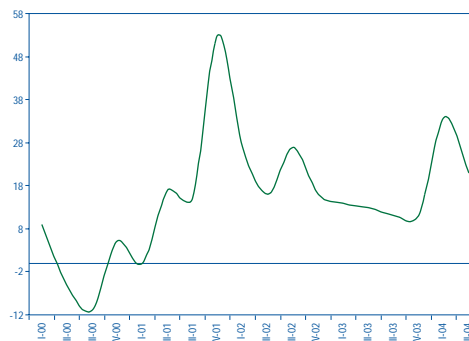
Por un lado, la percepción de los consumidores resumida en los Índices de Confianza, Expectativas y de Condiciones Económicas ha presentado una estabilidad que es consistente con una desaceleración del ritmo de crecimiento del consumo en lo que queda del año. Aunque estos indicadores se mantienen en niveles relativamente altos desde una perspectiva histórica, el *momentum* es nulo: el Índice de Confianza ha disminuido 3 puntos desde febrero, el de Expectativas ha perdido 5,5 puntos en cinco meses mientras que el Índice de Condiciones Económicas se ubica en un nivel cercano al alcanzado en febrero.

La evolución de la situación de la industria no es alentadora, los resultados del Encuesta de Opinión Empresarial a junio mues-

tran que el Índice de Confianza Industrial se ubicó en su nivel más bajo desde diciembre del año pasado. Los balances de las preguntas concernientes a la actividad productiva tampoco muestran signos de mayor dinamismo: el nivel actual del balance de pedidos es menor que el registrado en marzo y el balance de las existencias es mayor que el alcanzado al finalizar el tercer trimestre. De esta forma, si la tendencia de estos indicadores se mantiene, el dinamismo de la producción industrial disminuiría en lo que queda del año. El balance de las expectativas de producción a tres meses parece apoyar esta conjetura pues su nivel actual cayó por debajo del registro de hace un año.

Las perspectivas de los constructores, por su parte, corrigieron a la baja en junio. En efecto, el balance de la pregunta sobre las expectativas de construcción en el futuro pasó de 44 en marzo a 28 en junio y fue menor que su nivel de hace un año (34) lo que significa que el crecimiento de la actividad edificadora perdería dinamismo en el tercer trimestre del año (Gráfico 4).

Gráfico 4
PERSPECTIVAS DE CONSTRUCCIÓN PARA EL PRÓXIMO TRIMESTRE



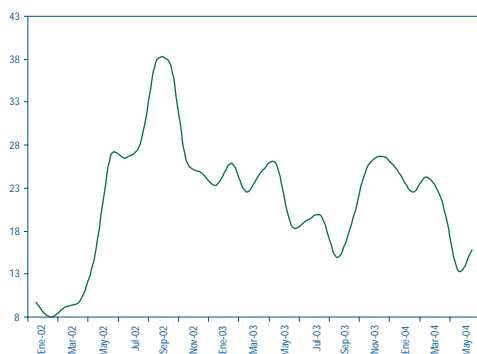
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial, (E.O.E) de Fedesarrollo.

Finalmente, Fedesarrollo estima que el crecimiento del PIB en 2004 será 3,9% y para 2005 se ubicaría en 4,1%. Cómo se puede apreciar en el Gráfico 5, el consumo privado se consolidará como una de las principales fuentes de crecimiento pero su dinamismo disminuiría con el paso del tiempo debido a la falta de mejoría de las percepciones de los consumidores captadas en la Encuesta. El sector de la construcción presentará el mismo fenómeno mientras que el aumento de las exportaciones se constituirá como el elemento diferencial entre el crecimiento de este año y el de 2005.

Hay que actuar ahora

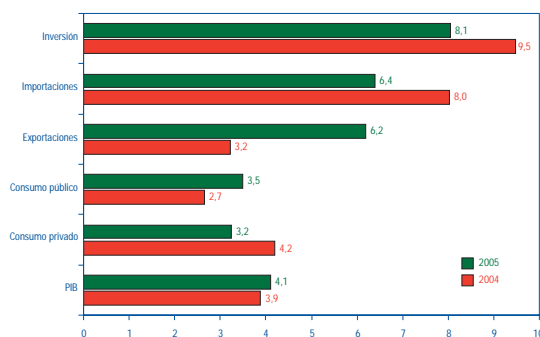
Creer a tasas cercanas a 4% es destacable después de años de crecimiento mucho más débil. El crecimiento durante el segundo trimestre del año resultó ser 4,25%. Esto es alentador y ofrece el escenario indispensable para tomar acciones que permitan lograr la consolidación y alcanzar un mayor crecimiento de ahora en

Gráfico 3
EVOLUCIÓN DE LAS LICENCIAS DE CONSTRUCCIÓN



Fuente: DANE.

Gráfico 5
PROYECCIONES DE CRECIMIENTO PARA 2004 Y 2005



Fuente: proyecciones de Fedesarrollo.

adelante. La economía colombiana ha vivido en los últimos meses condiciones muy convenientes. Tasas de interés bajas y en general una política monetaria acomodaticia sin mayores presiones inflacionarias, condiciones fiscales para 2004 manejables y panorama externo favorable.

Sin embargo, estas tendencias podrían cambiar. Como ya lo ha señalado Fedesarrollo en ediciones pasadas de *Tendencia Económica*, la situación fiscal para el año entrante todavía está lejos de ser resuelta; la preocupación por la revaluación del peso, unida al cambio en la tendencia de la inflación en los últimos dos meses podría comprometer la flexibilidad de la política monetaria en el futuro. De otra parte, un estudio reciente señala que la tasa de interés de Estados Unidos explica el 20% de la varianza del ciclo económico en los países emergentes¹. Así, el aumento en las tasas emprendido por la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) para detener presiones inflacionarias podría constituir un obstáculo adicional para que la economía colombiana alcance tasas de crecimiento superiores a 4%.

Con la popularidad del presidente superior a 75%, es el momento de emprender las reformas que garanticen la sostenibilidad fiscal del país en el mediano y largo plazo. El agotamiento de las reservas del ISS y el cambio en la estructura de la población colombiana supone una amenaza para las cuentas del Gobierno Central que, de mantenerse las condiciones actuales, tendría que cubrir pagos de pensiones que superarían el 5% del PIB a partir de 2008. A esto se suma la reciente decisión de la Corte Constitucional que no sólo eliminó el régimen de transición de la reforma de 2002 sino que limitó la posibilidad de implementar cambios en los parámetros del sistema. El Gobierno tendrá que insistir sobre estas herramientas en el Acto Legislativo

sobre la materia que se discutirá en el Congreso durante esta legislatura. No puede postergarse la eliminación de los regímenes especiales y se debe buscar el espacio constitucional para modificar las tasas de reemplazo, la edad de jubilación y otros parámetros que permitan la viabilidad del sistema.

Los problemas de caja en materia pensional son urgentes. Para atacarlos se necesitan acciones de impacto inmediato, sin que existan opciones diferentes a fortalecer los ingresos tributarios. Si bien la necesidad de recursos podría incentivar a llevar a cabo una reforma de tipo gradualista como hasta ahora se ha hecho en Colombia, es importante avanzar hacia una reforma estructural del sistema. Esta debería incluir la eliminación de las exenciones que a pesar de haberse reducido en los últimos años, aún representan el 3,4% del PIB. Especialmente la exención a la reinversión de utilidades cuyo costo fiscal aún no se ha cuantificado. También debería tratarse de manera equitativa los ingresos de trabajadores y pensionados y gravar las mesadas pensionales más altas. La ampliación de la base del IVA y la unificación tarifaria es otro tema fundamental. La enorme cantidad de bienes exentos y excluidos hacen del IVA en Colombia un impuesto poco productivo, lleno de agujeros que dificultan su recaudo y le restan transparencia al gravamen. Las 9 tarifas diferenciales, contrastan con la situación de otros países donde a lo sumo hay tres, y generan altos costos administrativos. El Gobierno ha escuchado estas recomendaciones y propuso a la mesa de discusión del acuerdo político dejar sólo dos tarifas (4% y 16%) e introducir impuestos complementarios para recuperar el recaudo que se pierde en los bienes suntuarios que bajan de tarifa (celulares y vehículos). Esta simplificación generaría recursos por 1,2 billones de pesos. El legislativo debe estar abierto ante estas propuestas que, a la vez que generan recursos, mejoran técnicamente la estructura tributaria del país.

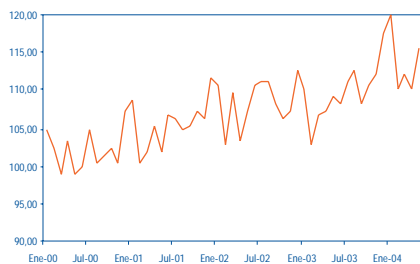
Modificar el régimen pensional en detrimento de las expectativas de los trabajadores colombianos y aumentar los impuestos son medidas impopulares. Pero la viabilidad fiscal del país requiere este tipo de acciones que a pesar de tener costos políticos resultarán en un mejor futuro para Colombia. Un reciente estudio de Eduardo Lora y Mauricio Olivera muestra que las reformas económicas, especialmente las tributarias, tienden a aplazarse por los costos políticos que conllevan y en ocasiones terminan impulsadas por crisis fiscales o de crecimiento². Ojalá que no tengamos que esperar a que se reduzca el crecimiento económico y/o entremos en una crisis fiscal para tomar las medidas necesarias. El presidente no debe vacilar en utilizar su capital político en esta causa. Es la mejor inversión para asegurar un mayor crecimiento con equidad en los próximos años.

¹ Uribe Martín y Vivian Zue, "Country spreads and emerging countries: who drives whom?" (2004).

² "What makes reform likely: Political Economy Determinants in Latin America" *Journal of Applied Economics*, mayo 2004.

Sector real

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

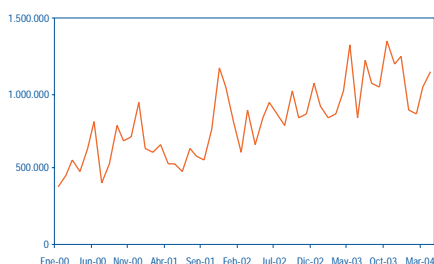


* Serie desestacionalizada.

Fuente: DANE.

Fecha	ICP	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (mayo 2004)	115,5	4,6	5,7
Dato anterior (abril 2004)	110,4	-1,4	2,7

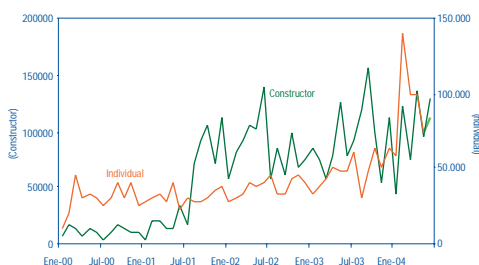
LICENCIAS DE CONSTRUCCIÓN
(Metros cuadrados, abril de 2004)



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

Fecha	Licencias de construcción	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (abril 2004)	1.141.306	8,6	11,9
Dato anterior (marzo 2004)	1.050.495	20,8	20,2
Fecha	Producción de cemento (Ton)	VM (%)	VMA (%)
Dato actual (junio 2004)	429.607	-0,3	11,1
Dato anterior (mayo 2004)	430.690	5,0	-2,9

PRÉSTAMOS APROBADOS CONSTRUCCIÓN
(Millones de pesos)



Fuente: Icav.

Fecha	Constructor	VM (%)	VAC* (%)
Dato actual (junio 2004)	130.017	34,7	20,7
Dato anterior (mayo 2004)	96.536	-29,4	12,4
Fecha	Individual	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (junio 2004)	84.404	14,4	110,3
Dato anterior (mayo 2004)	73.769	-25,5	117,4

DESEMPEÑO DE LA INDUSTRIA
(mayo de 2004)

Descripción	Variación real anual	
	Producción	Ventas
Total con trilla	3,51	1,96
Total sin trilla	3,50	1,96
Principales sectores con variación de producción mayor al promedio		
Partes y piezas de carpintería para construcciones	46,38	51,24
Vehículos automotores y sus motores	41,59	32,96
Partes, piezas y accesorios para vehículos automotores	32,64	48,47
Artículos de viaje, bolsos y artículos similares	32,04	29,92
Fabricación de otros tipos de equipo de transporte	30,19	36,91
Fabricación de muebles	29,42	14,64
Productos de cerámica no refractaria, para uso no estructural	25,12	12,81
Sustancias químicas básicas, fibras sintéticas y artificiales	24,28	21,95
Maquinaria y aparatos eléctricos	17,53	12,14

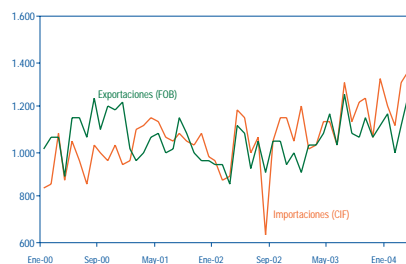
Principales sectores con variación de producción menor al promedio

Curtido y preparado de cueros	-8,17	-1,69
Aparatos e instrumentos médicos, ópticos y de precisión	-9,91	11,36
Productos de tabaco	-11,72	38,03
Otras industrias manufactureras	-11,88	-15,90
Servicios relacionadas con la impresión; materiales grabados	-13,60	-5,07
Elaboración de frutas, legumbres, hortalizas; aceites y grasas	-13,91	-7,99
Industrias básicas de metales preciosos y metales no ferrosos	-22,13	-24,33
Maquinaria de uso especial	-24,51	-14,30
Derivados del petróleo fuera de refinería	-36,00	-37,42

Fuente: DANE, Nueva Muestra Mensual Manufacturera.

Sector externo

COMERCIO EXTERIOR
(Millones de dólares)

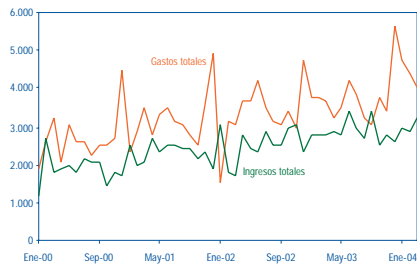


Fuente: DANE.

Fecha	Importaciones	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (mayo 2004)	1.365	0,6	14,7
Dato anterior (abril 2004)	1.357	3,5	13,4
Fecha	Exportaciones	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (mayo 2004)	1.312	4,2	11,9
Dato anterior (abril 2004)	1.259	12,6	11,7
Fecha	Balanza comercial	VM (%)	VAC (%)
Dato actual (mayo 2004)	-54	45,3	-62,8
Dato anterior (abril 2004)	-98	49,3	-34,4

Situación fiscal

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

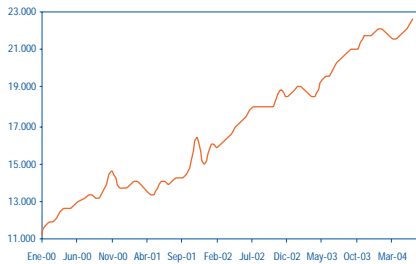


Fuente: Confis.

Fecha	Ingresos	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (marzo 2004)	3.205	15,5	12,4
Dato anterior (febrero 2004)	2.847	3,8	12,1
Fecha	Egresos	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (marzo 2004)	4.028	8,4	13,8
Dato anterior (febrero 2004)	4.779	27,4	14,2
Fecha	Déficit/superávit	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (marzo 2004)	-823	46,3	-3,9
Dato anterior (febrero 2004)	-1.868	-58,7	-1,7

Situación monetaria

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

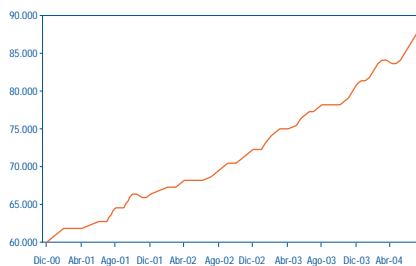


* Serie desestacionalizada.

Fuente: Banco de la República.

Fecha	M1	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (julio 2004)	22.712	16,0	15,7
Dato anterior (junio 2004)	22.035	13,2	15,6

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



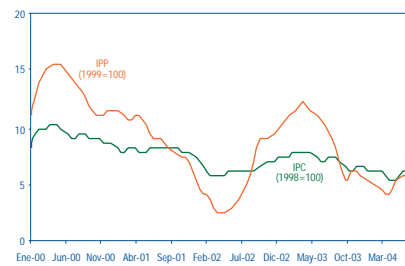
* Serie desestacionalizada.

Fuente: Banco de la República.

Fecha	M3	VMA (%)	VAC (%)
Dato actual (julio 2004)	87.590	13,3	12,0
Dato anterior (junio 2004)	85.750	11,4	11,8

INFLACIÓN

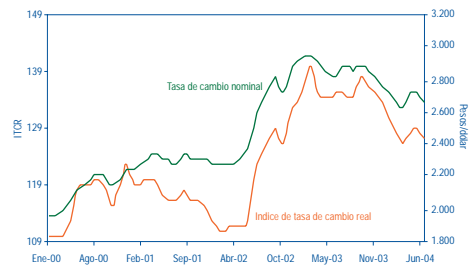
(Variación porcentual anual, julio de 2004)



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

Fecha (IPC)	VM (%)	VMA (%)	VAC (%)	VA* (%)
Dato actual (julio 2004)	0,0	6,2	6,0	6,3
Dato anterior (junio 2004)	0,6	6,1	5,9	6,3
Fecha (IPP)	VM (%)	VMA (%)	VAC (%)	VA* (%)
Dato actual (julio 2004)	-0,4	5,2	5,1	5,7
Dato anterior (junio 2004)	0,4	5,9	5,0	6,0

TASA DE CAMBIO

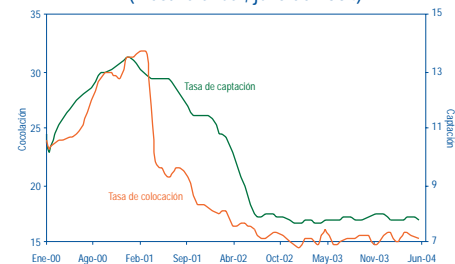


Fuente: Banco de la República.

Fecha	Índice de tasa de cambio real*	VMA (%)	VACO (%)
Dato actual (julio 2004)	127,07	-5,9	-2,7
Dato anterior (junio 2004)	129,14	-3,8	-4,7
Fecha	Tasa de cambio nominal**	VMA (%)	VACO (%)
Dato actual (julio 2004)	2.653	-7,2	-5,5
Dato anterior (junio 2004)	2.717	-3,9	-3,2

* No tradicionales IPP; ** Promedio mes.

TASA DE INTERÉS (Efectiva anual, julio de 2004)



Fuente: Banco de la República.

Tasas de interés nominales	Julio 2003	Junio 2004	Julio 2004
Captación	7,8	7,8	7,8
Colocación	14,9	15,3	15,0
Tasas de interés reales			
Captación	0,7	1,7	1,6
Colocación	7,4	8,7	8,3

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