

TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

87

Julio de 2009



Editorial:

¿Se debe terminar el ciclo de reducciones en la tasa de interés?

Actualidad:

"Crecimiento económico en el primer semestre: ¿Se tocó fondo?"

Indicadores Económicos

FEDESARROLLO

Calle 78 No. 9-91

Tel.: 325 9777

Fax: 325 9770

A.A.: 75074

E-mail: administrator@fedesarrollo.org.co

<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 S.

Director adjunto

Mauricio Santa María S.

TENDENCIA ECONÓMICA

Editor

Roberto Steiner

Investigadores

Julián Márquez A.

David Forero T.

Alejandra Gonzalez M.

Diseño y diagramación

Adelina Espitia Gamba

Impresión

Auros Copias

www.aurosnet.com

Bogotá, D.C.

Impresa y hecha en Colombia

Printed and made in Colombia

¿Se debe terminar el ciclo de reducciones en la tasa de interés?

Durante los últimos siete meses el Banco de la República ha hecho la reducción más agresiva en la tasa de interés de intervención desde que a finales de 1999 se adoptó el esquema de inflación objetivo como directriz de la política monetaria. Desde diciembre de 2008 la tasa de interés base para la subasta de expansión se ha reducido en 550 pbs y actualmente se ubica en 4.5%. Tanto en el comunicado de prensa como en las minutas de la junta directiva de junio 19, el banco fue muy claro en afirmar que en el futuro cercano no se deben esperar modificaciones a la tasa de interés de intervención.

En febrero el Banco de la República había recortado la tasa de interés en 150 pbs y el mercado en ese entonces esperaba que se hicieran recortes adicionales de al menos 200 pbs en el transcurso de año. En ese momento, en Fedesarrollo abogábamos por prudencia en la reducción de tasas del interés, por tres razones. Primero, si bien era claro que la economía había entrado en una fase de desaceleración, la información disponible a esa fecha daba pie para proyectar un crecimiento del PIB de 1.6% en 2009. Segundo, tanto el aumento en los precios como las expectativas de inflación eran altas y los analistas esperaban que a final del año la inflación superara la meta establecida por el Emisor. Al finalizar enero la inflación anual se ubicaba en 7.2%. Finalmente, en febrero se registraba una devaluación de 15% en lo corrido del año, y ello ensombrecía aun más el panorama en el frente inflacionario.

No hay duda de que en los últimos meses ha habido cambios importantes en los tres frentes recién mencionados. De una parte, es evidente que la desaceleración ha sido más severa de lo inicialmente presagiado. El PIB se contrajo 1% en el último trimestre de 2008 y 0.6% en el primero de 2009. Y si bien es cierto que varios indicadores, incluidas las encuestas de opinión de Fedesarrollo, apuntan a que quizás la economía tocó fondo en el segundo trimestre, a estas alturas es poco probable que este año la economía crezca por encima de 0.4%. De otra parte, en lo corrido del año ha habido una disminución acelerada de la inflación y de las expectativas de inflación. En junio la inflación se ubicó en 3.8%, por debajo del rango inferior de la meta para el año. Adicionalmente, según la última encuesta del Banco de la República los analistas del mercado financiero esperan que en diciembre de 2009 la inflación se ubique en 3.75%.

El comportamiento que ha presentado la tasa de cambio en los últimos meses sin duda ha menguado las presiones inflacionarias. Durante los primeros meses del año se registró una fuerte devaluación del peso y el efecto que

ello pudiera tener sobre el precio de los bienes transables constituía un factor generador de presiones inflacionarias. Sin embargo, y contrario a lo esperado por el mercado, la tasa de cambio se ha revaluado más de 20% desde febrero 25. Este comportamiento está en línea con la evolución del euro y varias monedas de la región. Estos desarrollos son consistentes con la política de aumento en la liquidez adoptada por la Reserva Federal para solventar el sistema financiero estadounidense. Otros factores que han contribuido al fortalecimiento del peso tienen que ver con la evolución de la balanza de pagos y el endeudamiento público externo. La disminución en la oferta de dólares por la caída de las exportaciones se ha visto contrarrestada por una menor demanda en virtud a la disminución en las importaciones. En el periodo enero – mayo las exportaciones cayeron 17.7% frente al mismo periodo del 2008, las importaciones 16.3%. En cuanto a la cuenta de capitales, la inversión extranjera directa no ha caído en la magnitud inicialmente estimada debido a compromisos pactados por la Agencia Nacional de Hidrocarburos para exploración de petróleo en 2009. A lo anterior se suma la emisión de bonos globales por parte del gobierno. A pesar de que su plan de financiamiento inicial contemplaba emisión de deuda externa por US\$1,000 millones, colocaciones efectuadas en enero y abril ya duplican dicha meta.

En un ambiente de bajo crecimiento y apreciación cambiaria, en el que disminuyen tanto la inflación como las expectativas de inflación, conviene preguntarse si se justifica que el Banco de la República de por terminado el ciclo de reducción de tasas de interés. A favor de la postura de cautela que anunció el Banco se encuentra el hecho de que gran parte de la reducción reciente de la inflación se origina en factores favorables de oferta en el frente alimenticio. A junio la inflación anual sin alimentos se ubicó en 4.25%, lo que sugiere que el ajuste en el nivel general de precios está explicado más por la caída en la inflación de alimentos que por una menor demanda interna. En igual fecha la inflación anual de alimentos se ubicó en 2.8%, mientras que la inflación de bienes no transables cerró en 4.7%. La reciente recuperación en el precio internacional de bienes básicos da para pensar que no sería sorprendente que en el segundo semestre se observen tasas de inflación de alimentos mayores a las recientemente observadas.

En contra de dicha postura cautelosa habría que resaltar dos aspectos. De una parte, el logro de una baja tasa de inflación en 2009, hecho que a estas alturas no ponemos en duda, permitirá arrancar 2010 con pie derecho en cuanto a presiones inflacionarias dado que determinantes claves de la inflación como salarios, arriendos y educación están sujetos a estrictos esquemas de indexación. De otra parte, sería altamente indeseable que una mayor revaluación de la tasa de cambio comprometiera el incipiente proceso de recuperación de la actividad económica. El balance entre los factores a favor y en contra de disminuir aun más las tasas de interés del Banco de la República es complejo. En nuestra opinión dicho balance apunta a que no debería descartarse la posibilidad de reducciones adicionales durante el segundo semestre del año.

"Crecimiento económico en el primer semestre: ¿Se tocó fondo?"

El DANE recientemente reportó que en el primer trimestre de 2009 el PIB se contrajo 0.6% al compararlo con el primer trimestre de 2008. Con esta variación, se cumplen dos trimestres consecutivos de crecimiento anual negativo puesto que en 2008-IV la economía se contrajo 1% con respecto a 2007-IV. Por el contrario, si el crecimiento de cada trimestre no se calcula en términos anuales (p.ej. 2009-I contra 2008-I) sino en términos trimestrales (p.ej. 2009-I contra 2008-IV), no se acumularían dos trimestres de crecimiento negativo, pues el PIB del primer trimestre de este año supera al del último trimestre de 2008 en 0,2%. Esta discrepancia dio pie a un estéril debate de si la economía está o no en recesión. Haría bien Colombia en seguir el ejemplo de Estados Unidos, donde la declaratoria de si la economía ha entrado o no en recesión no la hace el gobierno sino un consorcio académico independiente, el National Bureau of Economic Research, entidad que no se limita a la aplicación mecánica de una regla de "dos trimestres" sino que utiliza su buen criterio para alcanzar un dictamen¹.

El dato del crecimiento del PIB para el primer trimestre fue revelado por el DANE el 25 de junio, cuando ya finalizaba el segundo trimestre del año. En Fedesarrollo consideramos que es bien factible que para la fecha en que el DANE estaba reportando la cifra del primer trimestre, la economía ya estaba teniendo un mejor desempeño del observado al finalizar marzo. Es por ello que no obstante la contracción anual del PIB en el primer trimestre, no hay argumentos fuertes para revisar nuestra proyección de crecimiento para el año completo, la cual se mantiene en 0.4%. En este editorial esbozaremos las razones por las cuales pensamos que es muy probable que, en términos de crecimiento económico, lo peor ya haya pasado.

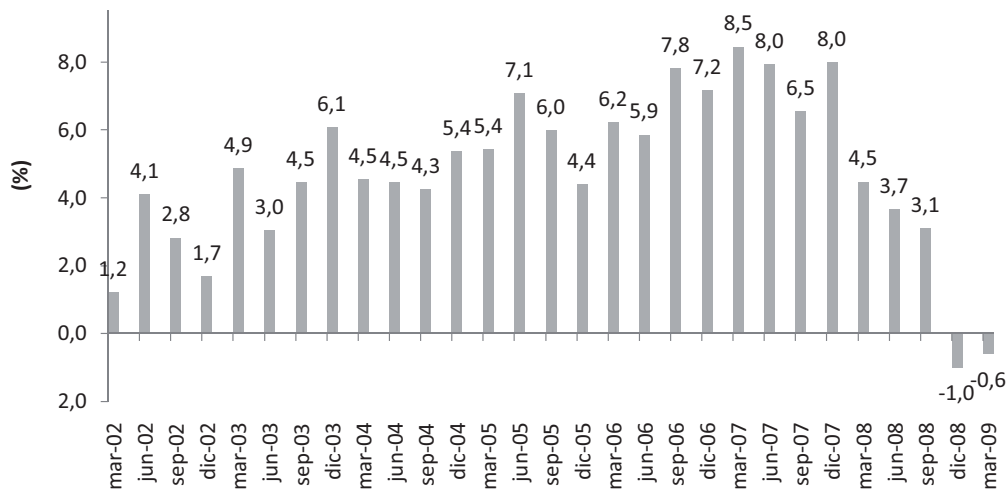
Qué pasó en el primer trimestre de 2009?

La desaceleración que arrancó en 2008 puso fin a la fase de alto crecimiento que experimentó el país durante 2003-2007 (ver Gráfico 1). Fueron cinco años con un crecimiento promedio cercano al 6%, con trimestres en los que superó el 8%. En 2008 se presentó una recomposición sectorial del crecimiento; sectores con el mayor dinamismo en años anteriores (construcción, industria y comercio) observaron las desaceleraciones más pronunciadas, mientras que la agricultura y minería se recuperaron tras varios años de regular desempeño. La desaceleración

¹ El NBER "no define una recesión en términos de dos trimestres consecutivos de caída en el PIB real. Más bien, una recesión es una caída significativa y generalizada de la actividad económica que dura más de unos pocos meses y que se suele reflejar en el PIB real, el ingreso real, el empleo, la producción industrial y las ventas al por mayor." Fuente: NBER (traducción de Fedesarrollo).

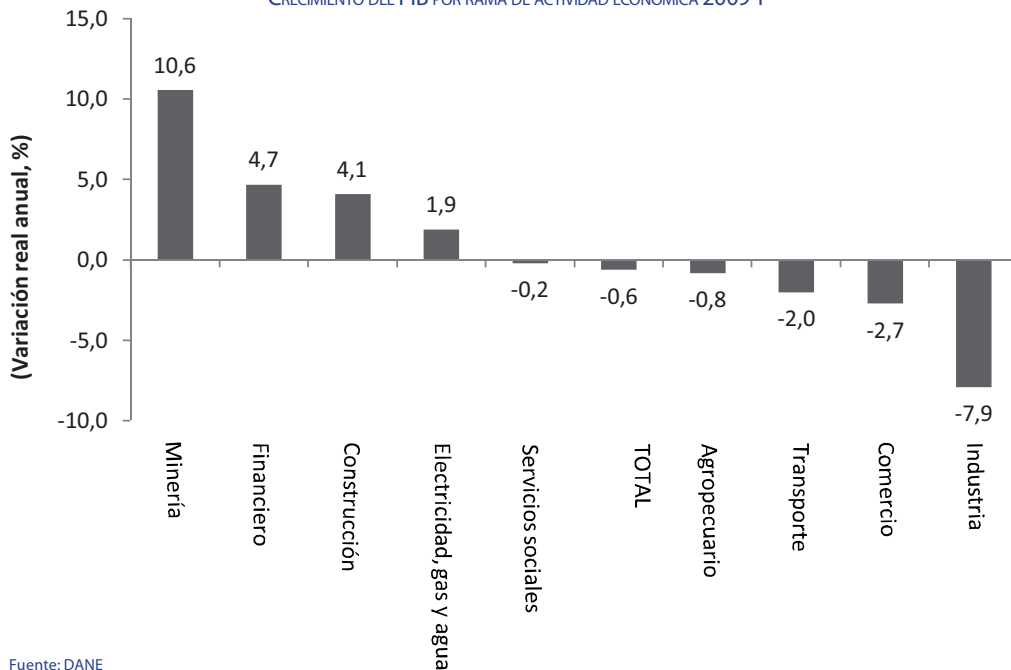
del primer trimestre fue liderada por la industria (-7,9%) y el comercio (-2,7%). Como se observa en el Gráfico 2, los sectores de mayor dinamismo fueron minas y energía (10,6%), establecimientos financieros (4,7%) y transporte, almacenamiento y comunicaciones (4%).

Gráfico 1
TASA ANUAL DE CRECIMIENTO DEL PIB



Fuente: DANE

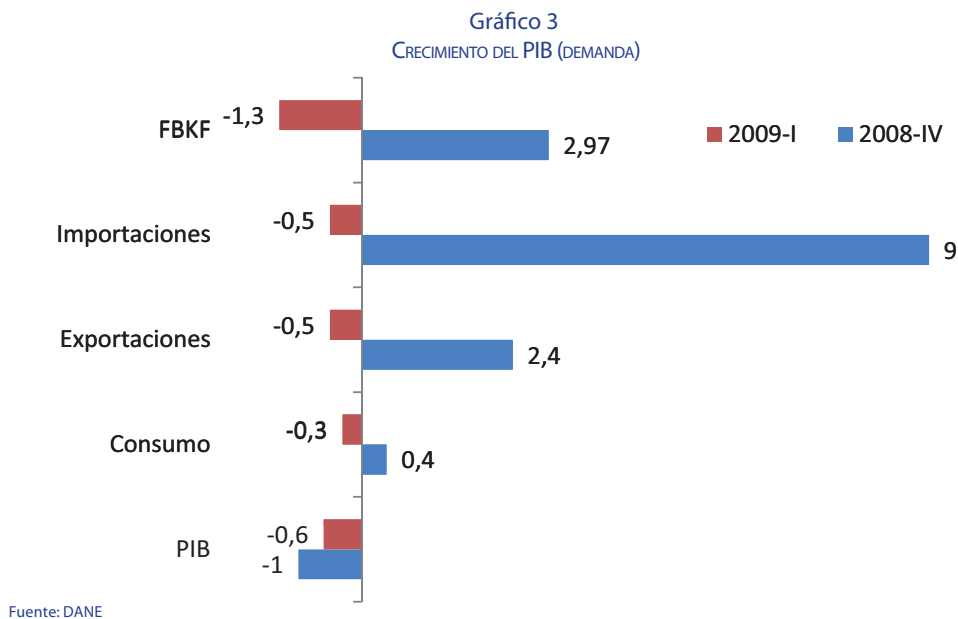
Gráfico 2
CRECIMIENTO DEL PIB POR RAMA DE ACTIVIDAD ECONÓMICA 2009-I



Fuente: DANE

En el primer trimestre de 2009 el sector industrial mostró un deterioro similar al observado en el último trimestre de 2008. La cifra reportada por el DANE, -7,9%, es 10 puntos porcentuales menores a la del primer trimestre de 2008. Los sub-sectores de peor desempeño fueron equipo de transporte (-28%) e hilados y tejidos (-11,5%). En los primeros cuatro meses de 2009 las ventas de vehículos alcanzaron 58.245 unidades, 23% menos que en igual periodo de 2008.

Por el lado de la demanda, durante 2009-I ésta cayó 0,5% respecto al primer trimestre de 2008, es decir 0,1 puntos porcentuales menos de lo que se contrajo el PIB (Gráfico 3). Ello implica que la brecha entre la demanda y el producto se ha ampliado ligeramente. Ello se corrobora al comparar la dinámica de las exportaciones con la de las importaciones, es decir, la balanza comercial. Mientras que las primeras cayeron 13,2% entre 2009-I y 2008-I, las segundas disminuyeron 10,2%. El grupo que exhibió la mayor contribución a la reducción de las importaciones fue la compra de materias primas y productos intermedios. Consistente con la evolución del consumo, las importaciones de bienes de consumo cayeron 6,3%.

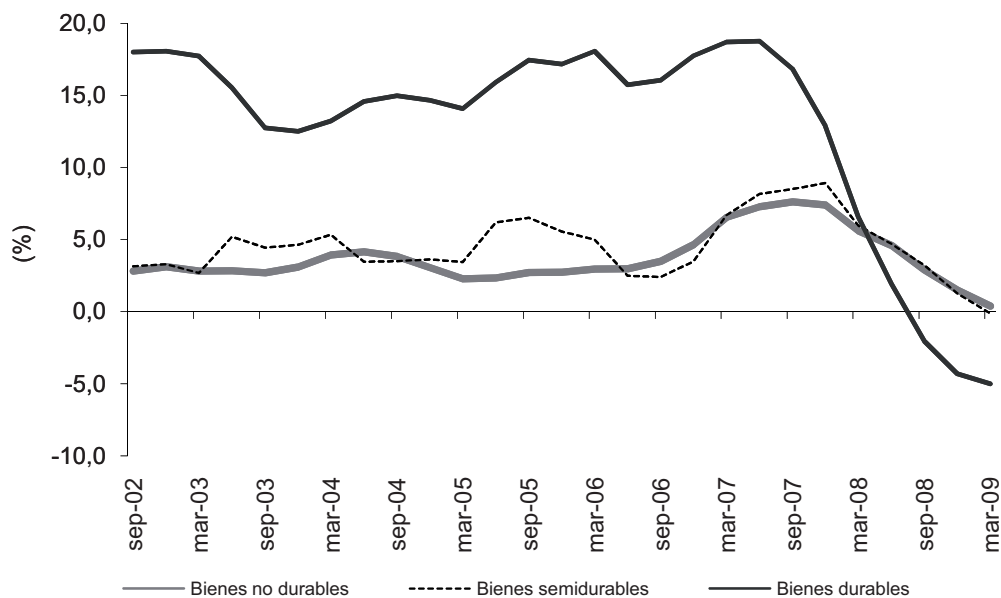


Todos los componentes de la demanda presentaron una desaceleración durante el primer trimestre, siendo la formación bruta de capital (inversión) el de peor desempeño (-1.3%). Esta disminución en gran parte se explica por la caída en inversión en equipo de transporte (-22,4%) y en construcción y edificaciones (-14,8%). Las obras civiles, el rubro más importante de la inversión pública, aumentaron 21,2% con respecto al primer trimestre de 2008.

El consumo total, que representa 84% del PIB, pasó de crecer 0,4% en 2008-IV a decrecer 0,3% en 2009-I. El consumo público aumentó 0,2% mientras que el privado tuvo una caída de 0,5%. Esta última reducción obedeció principalmente a la disminución en la compra de bienes durables, que experimentó una caída anual de 6% en 2009-I (Gráfico 4). Durante dicho trimestre el balance en la confianza de los consumidores de la encuesta de Fedesarrollo (el neto entre quienes tienen expectativas favorables y quienes tienen expectativas desfavorables) se mantuvo cercano a 0, niveles no vistos desde 2003. Dicho indicador correlaciona muy de cerca con los datos de consumo reportados por el DANE. Igualmente, el número de automóviles vendidos durante 2009:I mantuvo una alta correlación con la pregunta referida a la disposición a comprar vehículos (ver más adelante).

Gráfico 4

VARIACIÓN ACUMULADA DE LOS ÚLTIMOS CUATRO TRIMESTRES DEL CONSUMO DE LOS HOGARES POR TIPO DE BIEN



Fuente: Banco de la República

Durante el primer trimestre de 2009 las exportaciones de bienes y servicios sumaron US\$7.513 millones, 1.144 menos que en igual periodo de 2008, una caída de 13,2%. Mientras las exportaciones tradicionales cayeron 21,1%, las no tradicionales decrecieron 4,2% (Tabla 1). Entre las tradicionales, el carbón fue el único rubro que presentó una variación positiva (34%). En cuanto al volumen exportado, las tradicionales presentaron una dinámica favorable (4,8%) mientras las no tradicionales presentaron una fuerte reducción (-15,4%).

Tabla 1
EXPORTACIONES DE COLOMBIA (VALOR FOB MILLONES DE DÓLARES)

	2009	Enero-Marzo		2006
		2008	2007	
Exportaciones totales	7,512,622	8,657,010	8,578,605	7,314,175
Exportaciones tradicionales	3,645,580	4,620,988	4,132,016	3,614,589
Café	471,996	589,363	544,053	461,364
Petróleo y derivados	1,526,684	2,686,732	1,821,949	1,977,519
Carbón	1,467,928	1,095,484	1,333,041	942,873
Ferroníquel	178,973	249,409	432,972	232,834
Exportaciones no tradicionales	3,867,041	4,036,021	4,446,589	3,699,586

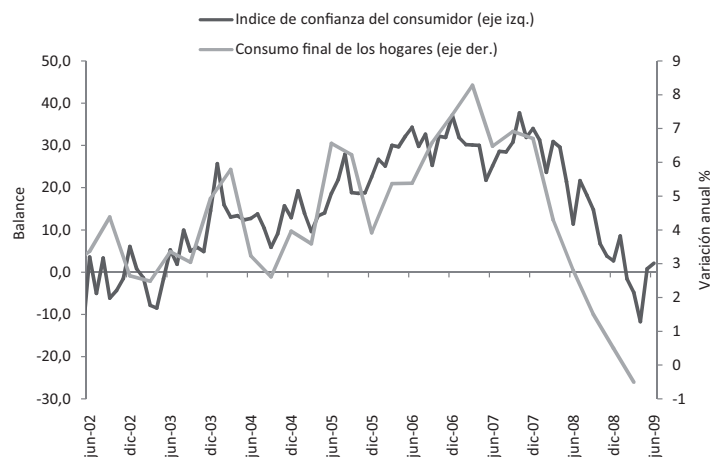
Fuente: DANE.

Algunos indicadores más recientes

Más allá de que el crecimiento del primer trimestre fue ligeramente mejor de lo que varios analistas esperábamos, diferentes indicadores sugieren que el desempeño durante el segundo trimestre probablemente fue mejor que el observado durante el primero. De hecho, las diferentes Encuestas de Opinión de Fedesarrollo parecieran haber “tocado fondo” durante 2009-I. Así por ejemplo, mientras que durante el primer trimestre del año el balance en la confianza de los consumidores se mantuvo cercano a 0 y registró un punto bajo de -11,7 en abril, en mayo registró un balance positivo de 0,8 y en junio de 2,1 puntos (Gráfico 5). No debe perderse de vista que el consumo privado es, por mucho, el componente más grande del PIB por el lado de la demanda.

Gráfico 5

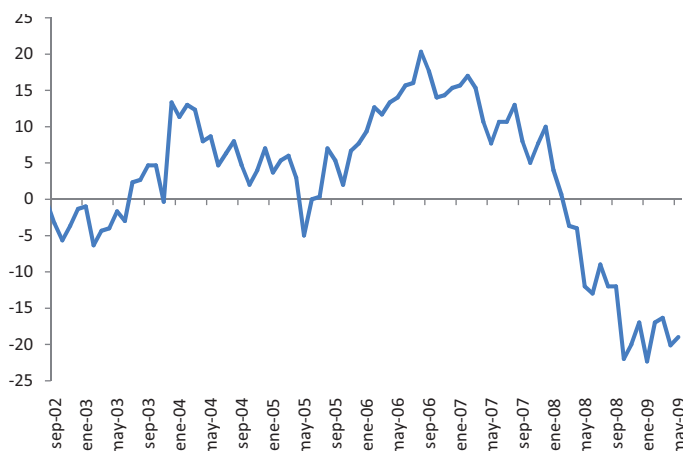
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR Y CONSUMO FINAL DE LOS HOGARES



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

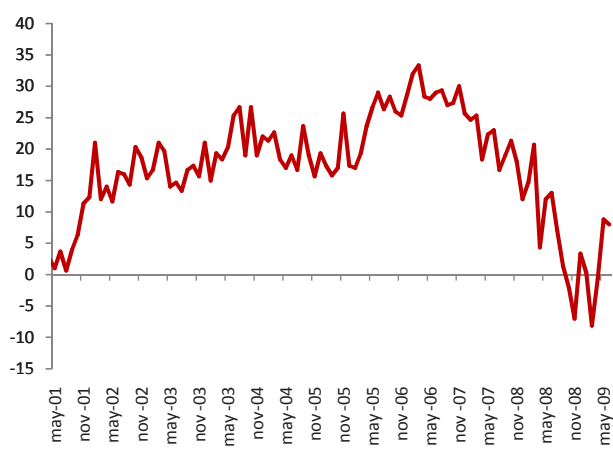
En cuanto a la confianza de los industriales, si bien ésta no se ha recuperado y se mantiene en terreno negativo, pareciera ser que ya tocó fondo. En el mes de mayo el balance fue de -19, con una leve recuperación frente a abril (Gráfico 6). En cuanto al Índice de Confianza Comercial (ICCO), éste muestra un cambio de tendencia a partir de febrero de 2009, y en mayo, por segundo mes consecutivo, el balance se ubica en terreno positivo (Gráfico 7). Vale recordar que en 2008 la industria representó el 14,2% del PIB y el 14% del empleo, mientras el comercio generó el 13,4% de la actividad económica y el 26% del empleo.

Gráfico 6
ÍNDICE DE CONFIANZA INDUSTRIAL



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

Gráfico 7
ÍNDICE DE CONFIANZA COMERCIAL



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

De cualquier manera, no cabe duda que así ya se haya "tocado fondo", 2009 va a ser un año muy difícil para la economía colombiana, particularmente en el frente laboral. Es crucial, entonces, que el gobierno ejecute cumplidamente su ambicioso plan de gasto en infraestructura y que el Banco de la República mantenga una política monetaria expansionista.

Indicador 1
TRM PESOS/USD



Fuente: Bloomberg

Indicador 2
ÍNDICE IGBC



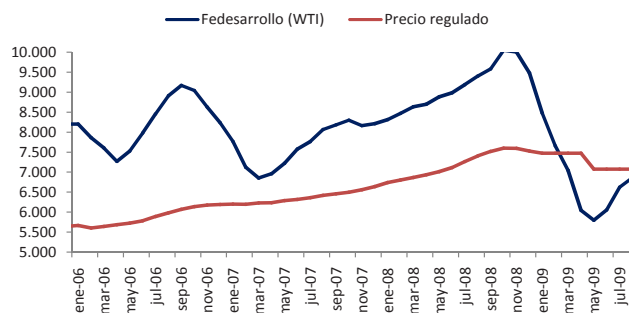
Fuente: Bloomberg

Indicador 3
TES CORTO Y LARGO PLAZO



Fuente: DANE.

Indicador 4
PRECIO DE LA GASOLINA



Fuente: Bloomberg. Calculos Fedesarrollo.

Indicador 5
PROYECCIONES PIB COLOMBIA (CRECIMIENTO REAL ANUAL, %)

Institución	Proyección PIB (%)	
	2009	2010
Fedesarrollo	0,4	1,7
Consensus (promedio)	0,3	2,2
Más alto	0,7	3,0
Más bajo	-1,1	1,1
Desviación estándar	0,2	0,3

Fuente: Latin Focus Consensus Forecast



FEDESARROLLO

Centro de Investigación Económica y Social

INVESTIGACIÓN

- Coyuntura y proyecciones económicas
- Política macro y fiscal
- Pobreza, educación y desigualdad
- Educación, salud y pensiones
- Mercado laboral
- Organización industrial, comercio, mercados financieros
- Análisis sectoriales
- Evaluaciones de impacto

PUBLICACIONES

- Coyuntura económica y social
- Tendencia económica
- Economía política
- Cuadernos de Fedesarrollo
- Prospectiva: Perspectivas económicas de corto y mediano plazo



ENCUESTAS

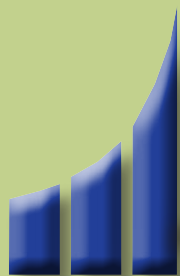
- Opinión empresarial
- Opinión al consumidor
- Opinión financiera
- Social longitudinal de hogares

EVENTOS

- Debates de coyuntura
- Conferencias
- Seminarios

www.fedesarrollo.org.co

Tel. (57+1) 3259777 Ext. 340
Fax. (57+1) 3259770
A.A. 75074 / E-mail.
comercial@fedesarrollo.org.co
Bogotá D.C. - Colombia



FEDESARROLLO

Centro de Investigación Económica y Social