



# INFORME SOBRE INFLACIÓN

---

SEPTIEMBRE DE 2007

BANCO DE LA REPÚBLICA

BOGOTÁ, D.C., COLOMBIA

ISSN - 1657 - 7973

# LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

## OBJETIVOS

La política monetaria en Colombia se rige por un esquema de meta de inflación, en el cual el objetivo principal es alcanzar tasas bajas de inflación y buscar la estabilidad del crecimiento del producto alrededor de su tendencia de largo plazo. Por tanto, los objetivos de la política monetaria combinan la meta de estabilidad de precios con el máximo crecimiento sostenible del producto y del empleo; de esta manera, dicha política cumple con el mandato de la Constitución, y contribuye al bienestar de la población.

## HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) define metas cuantitativas de inflación para el año en curso y el siguiente. Las acciones de política de la JDBR están encaminadas a cumplir la meta de cada año y a situar la tasa de inflación alrededor de 3% en el largo plazo. La medida de inflación que se tiene en cuenta es la variación anual en el índice de precios al consumidor (IPC).

## PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

Las decisiones de política monetaria se toman con base en el análisis del estado actual y de las perspectivas de la economía, y en la evaluación del pronóstico de inflación frente a las metas. Si la evaluación sugiere, con suficiente grado de confianza, que bajo las condiciones vigentes de la política monetaria la inflación se desviará de la meta en el horizonte de tiempo en el cual opera esta política, y que dicha desviación no se debe a choques transitorios, la JDBR procederá a modificar la postura de su política,

principalmente mediante cambios en las tasas de interés de intervención (tasas de interés de las operaciones de liquidez de corto plazo del Banco de la República).

## COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

Las decisiones de política monetaria se anuncian una vez concluida la reunión mensual de la JDBR mediante un comunicado de prensa que se publica inmediatamente en la página electrónica del Banco de la República: [www.banrep.gov.co](http://www.banrep.gov.co).

Los informes sobre inflación, publicados trimestralmente, buscan hacer transparentes las decisiones de la JDBR, y contribuir a la mayor comprensión y credibilidad de la política monetaria. Específicamente, los informes sobre inflación tienen los siguientes objetivos: i) comunicar al público la visión de la JDBR y de la Gerencia Técnica del Banco acerca de la evolución reciente y esperada de la inflación y de los factores que la determinan a corto y a mediano plazos; ii) explicar las implicaciones de los anteriores factores para el manejo de la política monetaria dentro del esquema de meta de inflación; iii) explicar el contexto y el análisis que sustentaron las decisiones de la política monetaria durante el trimestre, y iv) proveer información que contribuya a la formación de expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y del crecimiento del producto.

# CONTENIDO

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS	6
EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA	9
I. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN	15
A. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN	15
B. FACTORES QUE DETERMINAN LA INFLACIÓN	20
RECUADRO 1: EXPORTACIONES COLOMBIANAS HACIA SUS DOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES, 2005 A 2007	30
II. MERCADOS FINANCIEROS	37
A. CONTEXTO INTERNACIONAL	37
B. MERCADOS FINANCIEROS	39
III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS	47
A. CONTEXTO INTERNACIONAL	47
B. BALANZA DE PAGOS EN 2007	51
C. CRECIMIENTO INTERNO	52
D. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	55
RECUADRO 2: CARACTERIZACIÓN DE LOS CICLOS ECONÓMICOS PARA EL CASO COLOMBIANO	61
ANEXO. PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS	65

# ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS

## I. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

---

Gráfico 1	Inflación anual al consumidor y metas	16
Gráfico 2	Indicadores de inflación básica, variación anual	17
Gráfico 3	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados	18
Gráfico 4	IPC de regulados	19
Gráfico 5	IPC de alimentos	19
Gráfico 6	Descomposición de la inflación de alimentos	19
Gráfico 7	Crecimiento anual real del PIB	20
Gráfico 8	Crecimiento anual real del PIB y de la demanda interna, y balanza comercial como porcentaje del PIB	21
Gráfico 9	Exportaciones totales, tradicionales y no tradicionales en dólares (crecimientos anuales de los últimos doce meses)	22
Gráfico 10	Crecimiento anual del PIB de transables y no transables	23
Gráfico 11	Demanda esperada en los próximos doce meses frente a la capacidad instalada	24
Gráfico 12	Brecha del producto	25
Gráfico 13	Índice de salarios para la construcción pesada Costos salariales nominales en la industria y el comercio	25
Gráfico 14	Empleo en la industria y el comercio	27
Gráfico 15	IPP total IPP por componentes	28
Gráfico 16	Expectativas de inflación a tres, seis, nueve y doce meses	28
Gráfico 17	Expectativas de inflación derivadas de los TES, promedio mes	29
Cuadro 1	Descomposición de la inflación según presiones alcistas	16
Cuadro 2	Inflación observada y pronosticada para septiembre de 2007	17
Cuadro 3	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto y contribución al crecimiento	21
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB sectorial	24
Cuadro 5	Porcentaje de beneficiados por nivel de incremento salarial pactado para el año en curso	26

Cuadro 6	Indicadores del mercado laboral	26
Cuadro 7	Indicadores de seguridad social en el total nacional	27

## II. MERCADOS FINANCIEROS

---

Gráfico 18	Tasa de política monetaria de los Estados Unidos, zona del euro y Japón	38
Gráfico 19	Índices bursátiles	38
Gráfico 20	Índice de aversión al riesgo (VIX) y Embi+ Colombia	38
	Embi+ y <i>spread high yield</i>	38
Gráfico 21	Tasa de cambio nominal de diferentes monedas latinoamericanas, frente al dólar	39
Gráfico 22	Agregados monetarios, crecimiento anual	39
Gráfico 23	Monto promedio mensual de los CDT	40
Gráfico 24	Crecimiento anual de la cartera bruta total	41
Gráfico 25	Cartera bruta: variaciones mensuales y promedio móvil	41
Gráfico 26	Cartera/PIB (trimestral)	43
Gráfico 27	CDT, participación mensual de oficinas y corporativos	44
	Tasa mensual CDT total, oficinas y corporativos	44
Gráfico 28	Tasa de interés DTF real (IPC sin alimentos)	45
	Tasa de interés activa real (IPC sin alimentos)	45
Gráfico 29	Tasas de interés reales	46
Cuadro 8	Tasas de interés nominal	45

## III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

---

Gráfico 30	Precio del petróleo (WTI), Bolsa de Nueva York	50
Gráfico 31	Índice de precios del total de <i>commodities</i> sin petróleo (WCF)	50
Gráfico 32	Crecimiento anual real del PIB	52
Gráfico 33	Consumo de los hogares y encuesta de consumo de Fedesarrollo	53
Gráfico 34	Importaciones de bienes de capital (últimos tres meses)	54
Gráfico 35	Distribución de probabilidades del pronóstico de la inflación ( <i>Fan Chart</i> )	60
Cuadro 9	Pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales	48
Cuadro 10	Precios internacionales	51
Cuadro 11	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	53
Cuadro 12	Pronósticos del modelo central (MMT)	56

# EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA

La inflación anual al consumidor se contrajo por quinto mes consecutivo desde su nivel más alto de 2007. El registro de septiembre (5,01%) fue menor en 102 puntos básicos (pb) al observado un trimestre atrás, e inferior en 125 pb al de abril, cuando se presentó la mayor tasa de inflación del año. El promedio de los tres indicadores tradicionales de inflación básica también descendió en el trimestre (35 pb), y se ubicó en 4,75%.

La reducción de la inflación se explica, principalmente, por la desaceleración en el crecimiento de los precios de los alimentos y, en menor medida, por la disminución de la inflación de los regulados y transables.

La menor oferta de alimentos debida al fenómeno de El Niño generó un fuerte incremento en los precios de esta canasta en los primeros cinco meses del año, tendencia que se revirtió en el tercer trimestre, cuando se observó un descenso importante en la inflación de alimentos. Aunque dicho comportamiento había sido proyectado en informes anteriores, tanto el incremento como el posterior descenso en el precio de este grupo fueron mayores que los estimados: en efecto, la inflación anual de alimentos alcanzó su máximo en mayo pasado (10,0%), y disminuyó sin interrupción hasta septiembre (6,96%).

La inflación de regulados en septiembre (5,96%) descendió 149 pb durante el tercer trimestre, gracias a los menores incrementos de precios de los servicios públicos. Por su parte, la inflación de bienes transables sin alimentos ni regulados disminuyó desde su pico en abril pasado (2,10%), y terminó en septiembre 1,19% (57 pb por debajo del registro de junio). Sin embargo, la reacción de esta última canasta a la apreciación acumulada del peso durante los últimos doce meses continúa siendo baja (11,7%).

El incremento anual de precios de los bienes no transables sin alimentos ni regulados mantuvo su tendencia creciente iniciada un año atrás. Su variación anual aumentó 43 pb en el tercer trimestre y se ubicó en 5,55%, nivel similar a lo proyectado en el informe de junio. No obstante, este indicador registró un comportamiento estable entre agosto y septiembre de 2007.

En términos generales, el descenso de la inflación durante el tercer trimestre de 2007 fue mayor tanto al proyectado en el informe anterior, como al esperado por el promedio del mercado según la encuesta trimestral de junio del Banco de la República. El incremento acumulado en las tasas de interés de

referencia (325 pb), junto con las otras medidas de política monetaria que acompañaron las alzas de tasas, ya están mostrando algunos efectos y contribuirán a que el crecimiento de precios en el año siguiente sea menor.

Sin embargo, persisten algunas presiones inflacionarias originadas por la dinámica de la demanda interna, al tiempo que han surgido otros factores externos que podrían influir en el crecimiento de nuestra economía y en el nivel de precios del año entrante. Estos hechos, que se describen más adelante, aumentan la incertidumbre sobre las proyecciones de inflación y del crecimiento económico para 2008. A continuación se reseña el comportamiento de los principales determinantes de la inflación para los próximos trimestres:

1. Con excepción de los transables sin alimentos ni regulados, las demás clasificaciones del IPC continúan mostrando inflaciones anuales mayores al rango meta del presente año. Lo anterior, junto con una probabilidad no despreciable de incumplir el objetivo de crecimiento de precios del presente año, puede generar inercia en las expectativas de inflación y afectar la formación de precios y salarios en 2008. Adicionalmente, tanto la encuesta trimestral como la mensual realizada a los analistas económicos continúan reflejando para el siguiente año una expectativa de incremento de precios superior al rango meta de 2007.
2. El precio de *commodities* como petróleo, trigo, soya y otros bienes agrícolas que sirven de insumo para producir biocombustibles continúa en alza. Esto tiene un efecto positivo en las economías de varios de nuestros socios comerciales (Venezuela, México, Brasil, etc.), pero puede generar mayores presiones inflacionarias en Colombia.
3. La transmisión de la apreciación del peso a la inflación de los bienes y servicios transables ha sido reducida. Dicha transmisión podría debilitarse si se eleva la volatilidad en el mercado cambiario; en este sentido, conviene recordar que recientemente la tasa de cambio peso/dólar ha sido una de las más inestables en la región, y que proyecciones preliminares apuntan hacia una ampliación del déficit en cuenta corriente en 2008.
4. Los indicadores de la actividad económica le asignan una alta probabilidad de que el crecimiento de la demanda agregada mantenga niveles elevados. El consumo de los hogares, que al segundo semestre de 2007 crecía a tasas cercanas a 8%, podría mantener su dinamismo, como lo indican las encuestas de opinión, los incrementos en la cartera de consumo y las altas tasas de crecimiento en las importaciones para el mismo destino. De esta forma, persiste el riesgo de que el aumento de la demanda interna retorne más lentamente de lo esperado a tasas que sean coherentes con el logro de la meta de inflación.
5. A junio de 2007 el indicador de profundización financiera, medido como el cociente entre cartera sobre PIB, muestra que los créditos de consumo y el comercial se encuentran en tasas superiores a sus máximos históricos, mientras que el hipotecario sigue en niveles bajos. Adicionalmente, aunque en el tercer trimestre de 2007 la cartera bruta moderó su crecimiento, todavía continúa aumentando a tasas más elevadas que el del PIB nominal. La expansión del crédito contribuye a mantener un ritmo elevado de la demanda agregada, pero al mismo tiempo refuerza la potencia de la política monetaria para influir sobre las decisiones de gasto de hogares y empresas.



6. El incremento en las tasas de interés pasivas y activas durante el tercer trimestre de 2007 muestran que la transmisión al canal del crédito se aceleró. De esta forma, el registro de septiembre de las tasas reales de interés de captación DTF y las de crédito comercial, preferencial y de tesorería se encuentran en niveles similares o levemente superiores a sus promedios históricos. Las tasas reales de consumo todavía están en niveles algo inferiores, frente a su promedio histórico; sin embargo, éstas continúan aumentando, en parte debido al alza en la tasa de usura, y es probable que en octubre se ubiquen por encima de dicho promedio.
7. La solución de la crisis del mercado hipotecario en los Estados Unidos puede ser más lenta y así tener un mayor impacto sobre el crecimiento mundial, frente a lo previsto inicialmente. En este caso, nuestros socios comerciales podrían tener un menor crecimiento y habría una presión, a la baja sobre los precios de nuestros productos de exportación. Como consecuencia, la demanda agregada de la economía colombiana podría experimentar una reducción, y el peso tendería a depreciarse. Este último efecto sería aún mayor si el cambio en el contexto internacional reduce el flujo de capitales hacia el país.

Dado lo anterior, desde la sesión de agosto del presente año la Junta consideró apropiado realizar una pausa en el incremento de sus tasas de interés de intervención, con el fin de obtener mayor información para evaluar la incidencia de la volatilidad en los mercados internacionales sobre la economía colombiana, así como los efectos de la política monetaria sobre la demanda agregada y las perspectivas inflacionarias.

Junta Directiva del Banco de la República



# INFORME SOBRE INFLACIÓN

Elaborado por:  
**Departamento de Programación e Inflación**  
**Subgerencia de Estudios Económicos**

GERENCIA TÉCNICA

Hernando Vargas

**Gerente**

SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Jorge Hernán Toro

**Subgerente**

DEPARTAMENTO DE PROGRAMACIÓN E INFLACIÓN

Carlos Huertas

**Director**

SECCIÓN DE INFLACIÓN (\*)

Adolfo León Cobo

**Jefe**

Alejandro Reyes

Edgar Caicedo

José David Pulido

José Luis Torres

Luz Adriana Flórez

Sergio Olarte

(\*) En la elaboración de este informe colaboraron Gloria Alonso, Daira Garrido, Juan Nicolás Hernández y Luis Hernán Calderón, jefe y profesionales, de la Sección de Programación Macroeconómica, respectivamente; Martha López de la Unidad de Asuntos Especiales del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Andrés González, Eliana González, Norberto Rodríguez, Diego Rodríguez y Juan David Prada, director y profesionales del Departamento de Modelos Macroeconómicos, respectivamente.

# I. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

**El descenso de la inflación anual en el tercer trimestre** fue mayor que el esperado en el informe de junio, y se explica principalmente por la desaceleración en el crecimiento de los precios de los alimentos, y en menor medida, por la disminución de la inflación de regulados y transables.

**Todas las medidas de inflación básica también registraron caídas en su variación anual**, sin embargo, el promedio de las tres tradicionales que calcula el Banco de la República continúa por encima del rango meta del presente año.

**Las expectativas de inflación** se redujeron, pero continúan por encima del rango establecido por la Junta Directiva para fijar el punto medio de la meta de inflación de 2008 (entre 3% y 4%).

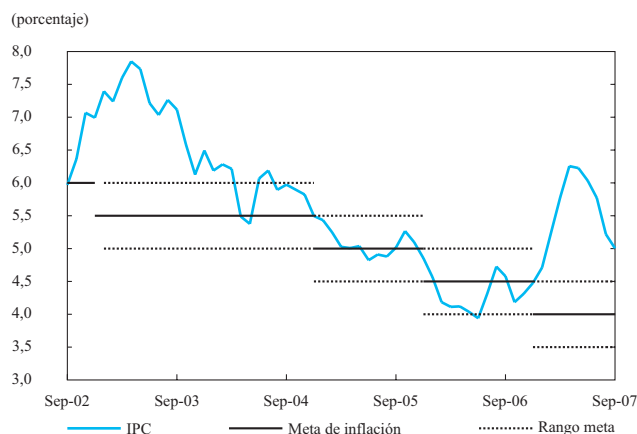
**El crecimiento económico en el segundo trimestre (6,9%)** fue menor al observado en el primero. No obstante, la demanda interna y el consumo de los hogares siguieron creciendo a tasas elevadas y superiores a la del PIB.

## A. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN

A septiembre de 2007 la inflación anual se situó en 5,0%, 102 puntos básicos (pb) por debajo del registro de junio; así, se completaron cinco meses consecutivos de caídas en este indicador desde el tope más reciente observado en abril (6,3%) (Gráfico 1). Pese a la desaceleración de los dos trimestres pasados, la inflación continúa aún por encima del máximo límite del rango meta establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2007 (4,5%).

Como se había anticipado en informes anteriores, la reducción de la inflación anual al consumidor entre abril y septiembre estuvo asociada, principalmente, con un menor ritmo de crecimiento en los precios de los alimentos, aunque a ella también contribuyó, en menor medida, la caída de la inflación sin alimentos

## INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR Y METAS



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

(Cuadro 1). En el caso de los alimentos, los rubros que más aportaron a dicho descenso fueron los afectados por las condiciones climáticas adversas de comienzos de año, asociadas con el fenómeno de El Niño. Una contribución favorable también provino de importados cuyos precios internos están estrechamente atados a las cotizaciones internacionales y al tipo de cambio. Por el contrario, los precios de los alimentos que han sido afectados por la fortaleza de las demandas internas y externas continuaron presionando al alza la inflación reciente.

Con respecto al índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos, su aporte a la reducción de la inflación en los últimos cinco meses se concentró en los regulados y en los transables. En el primer caso, el descenso en la inflación fue posible gracias a un menor

ajuste en las tarifas de energía y gas; mientras que en los transables, sin alimentos ni regulados, su desempeño favorable obedeció a la apreciación acumulada del tipo de cambio. Por otro lado, debido al carácter transitorio de la depreciación observada en los meses de julio y agosto, no se presentaron presiones alcistas sobre los rubros de esta canasta.

Si bien durante el tercer trimestre la inflación anual al consumidor continuó su tendencia descendente, acorde con lo esperado por el Emisor (y por el mercado), la disminución observada fue mayor a la estimada en el informe de junio, en donde se había proyectado una inflación de 5,3% para septiembre. El error de pronóstico obedeció, principalmente, a una sobrestimación en el crecimiento de los precios de los alimentos. Por el contrario, la proyección de la inflación sin alimentos resultó ser levemente inferior a la oficial. En esta última canasta los

## DESCOMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN SEGÚN PRESIONES ALCISTAS

Descripción	Ponderación	Crecimiento anual				Participación en la		
		Dic-06	Abr-07	Jun-07	Sep-07	desaceleración entre abril y septiembre	aceleración año corrido a junio	a septiembre
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>4,48</b>	<b>6,26</b>	<b>6,03</b>	<b>5,01</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
<b>Sin alimentos</b>	<b>70,49</b>	<b>3,95</b>	<b>4,55</b>	<b>4,38</b>	<b>4,12</b>	<b>24,01</b>	<b>18,15</b>	<b>31,06</b>
Transables	24,67	1,71	2,10	1,76	1,19	17,65	0,31	(12,06)
No transables	36,77	4,75	5,09	5,12	5,55	(10,91)	7,64	33,62
Regulados	9,04	6,12	7,74	7,40	5,96	17,26	10,20	9,50
<b>Alimentos</b>	<b>29,51</b>	<b>5,68</b>	<b>10,04</b>	<b>9,69</b>	<b>6,96</b>	<b>75,99</b>	<b>81,85</b>	<b>68,94</b>
El Niño	7,15	2,79	9,40	7,06	1,35	57,72	24,89	(12,04)
Precios internacionales	5,35	9,62	10,73	9,22	6,61	17,36	(0,63)	(19,95)
Demanda interna	9,52	5,83	8,18	8,56	8,10	0,57	15,99	28,36
Demanda externa (Venezuela)	7,48	5,81	12,57	14,57	12,40	0,34	41,60	72,57

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

pronósticos superaron el resultado observado de transables (sin alimentos ni regulados), pero lo subestimaron en el caso de los no transables (sin alimentos ni regulados) y, sobre todo, de regulados (Cuadro 2).

INFLACIÓN OBSERVADA Y PRONOSTICADA PARA SEPTIEMBRE DE 2007

	Pronóstico realizado en junio de 2007	Observado	Pronosticada menos observada
<b>Inflación total</b>	<b>5,30</b>	<b>5,01</b>	<b>0,29</b>
<b>Inflación sin alimentos</b>	<b>4,00</b>	<b>4,12</b>	<b>(0,12)</b>
No transables	5,50	5,55	(0,05)
Transables	1,30	1,19	0,11
Regulados	5,30	5,96	(0,66)
<b>Inflación de alimentos</b>	<b>8,20</b>	<b>6,96</b>	<b>1,24</b>

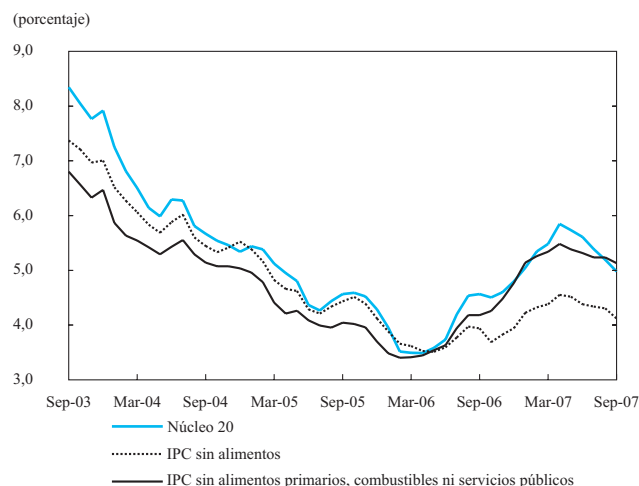
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

En general, durante el tercer trimestre continuaron presentándose alzas en los precios de los combustibles y en los del transporte. A estos se sumó el aumento de la inflación de no transables (sin alimentos ni regulados) muy por encima de la meta del Banco, lo que podría estar indicando la presencia de presiones inflacionarias de demanda. Como viene sucediendo desde varios trimestres atrás, los aumentos en estos rubros todavía son compensados por la inflación de transables, que continúa en niveles muy bajos gracias a la apreciación acumulada del tipo de cambio. De igual forma, desde mayo se ha presentado una reducción fuerte en el ritmo de ajustes de las tarifas de servicios públicos, explicado en parte, porque su fórmula de ajuste contiene la evolución del índice de precios del productor (IPP), el cual ha mostrado deflaciones debido a la apreciación del tipo de cambio.

### 1. Inflación básica

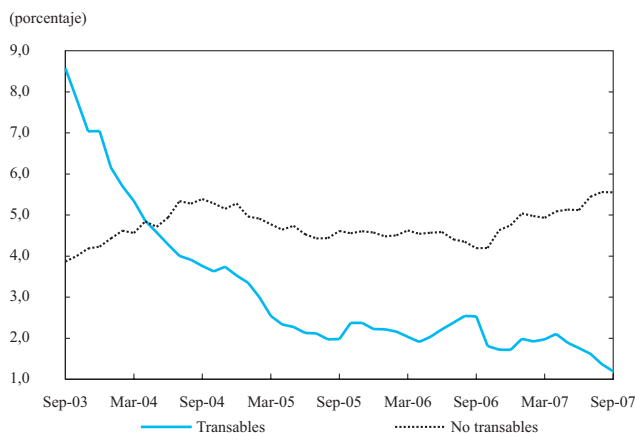
Al igual que lo sucedido con la inflación total, el promedio de los tres indicadores de inflación básica (4,7%) monitoreados regularmente por el Banco de la República, disminuyó con respecto al cierre del segundo trimestre (5,1%). El promedio había alcanzado su máximo nivel del año en abril pasado (5,3%) y se había situado desde comienzos de año por encima del máximo límite del rango meta (Gráfico 2). Los tres indicadores han presentado un tendencia decreciente a partir de dicho mes, y para septiembre se situaban en el nivel más bajo observado para este año, así: núcleo 20 en 5,0%, IPC sin alimentos, en 4,1%, e IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos en 5,1%.

INDICADORES DE INFLACIÓN BÁSICA  
VARIACIÓN ANUAL



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

**IPC DE TRANSABLES Y NO TRANSABLES  
SIN ALIMENTOS NI REGULADOS  
VARIACIÓN ANUAL**



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Al desagregar el indicador más común de inflación básica —IPC sin alimentos— en sus principales componentes encontramos dos comportamientos opuestos: el primero corresponde al de los no transables, en donde la inflación se ha venido acelerando desde finales del año pasado; el otro, corresponde al de los transables y regulados, cuyas inflaciones han caído sostenidamente desde el segundo trimestre de este año.

En el caso de los no transables sin alimentos ni regulados su inflación anual pasó de 4,2% en octubre de 2006 —su mínimo más reciente— a 5,1% en junio y a 5,6% en septiembre del presente año (Gráfico 3). La mayoría de rubros de esta subcanasta, incluido arriendos, tendieron a aumentar durante el trimestre, situándose por encima del techo del rango meta (4,5%). En informes anteriores se había anticipado un repunte de dicho indicador dadas las estimaciones de brecha del producto, las cuales in-

dicaban que ésta se hallaba en terreno positivo desde el año pasado, y teniendo en cuenta el rezago con el que normalmente actúan los ajustes a la política monetaria (alrededor de seis trimestres).

Las cifras en Colombia muestran que los precios de los no transables sin alimentos ni regulados suelen responder más rápidamente a los cambios en la demanda, comparados con los de otras subcanastas del IPC; por tanto, los aumentos en el indicador señalan que es probable que se hayan presentado presiones de demanda sobre los precios en meses anteriores y que a la fecha no se habrían disipado totalmente. La anterior interpretación se refuerza por que en la actualidad, y desde varios trimestres atrás, la inflación de no transables sin alimentos ni regulados se encuentra significativamente por encima del límite máximo del rango meta, algo que no sucedió en años anteriores.

La inflación de transables sin alimentos ni regulados, por su parte, también tuvo un ligero repunte hasta abril pasado (2,11%), pero desde dicho mes ha venido descendiendo continuamente, cerrando septiembre en 1,2%, 57 pb por debajo del registro de junio (Gráfico 3). Cabe señalar que, ante la magnitud de la apreciación año corrido (9,6%), las proyecciones del Banco preveían una disminución más pronunciada en la inflación de este grupo. El hecho de que no se haya presentado puede indicar que actualmente están operando otros factores, como las demandas interna y externa, que reducen el efecto de la apreciación sobre la inflación.

En meses recientes la desaceleración de la inflación anual de los regulados ha compensado, en parte, el aumento en el IPC de no transables: en septiembre los regulados experimentaron una inflación de 6,0%, 144 pb por debajo del registro observado en junio (Gráfico 4). El grupo se ha visto favorecido

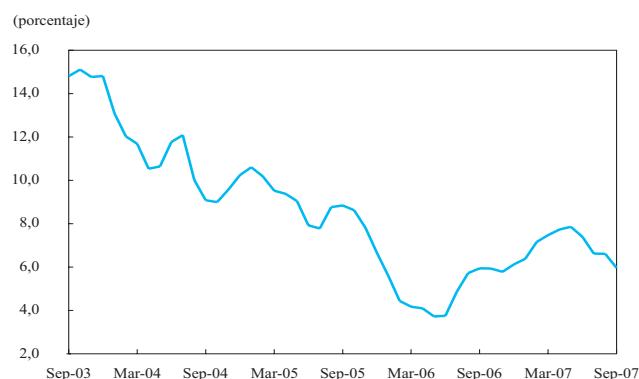
por los pocos ajustes que se han registrado en las tarifas de los servicios públicos, explicados parcialmente porque una fracción de estos precios depende de la evolución del IPP, lo cual les ha permitido un menor ritmo de crecimiento. Sin embargo, las correcciones no han sido suficientes para que la inflación de regulados se sitúe dentro del rango meta de inflación, en parte por el alza en las tarifas de transporte.

## 2. Inflación de alimentos

Luego del choque negativo de oferta generado por El Niño durante buena parte del primer semestre, la inflación de este grupo comenzó a disminuir en línea con lo anticipado en los informes previos. La inflación de alimentos alcanzó su máximo nivel reciente en mayo pasado (10,0%), para luego comenzar a caer sin interrupción hasta septiembre (7,0%) (Gráfico 5). Aunque en Colombia la inflación de este grupo viene descendiendo, es importante señalar que en buena parte del mundo los alimentos se han convertido en uno de los principales factores que han impulsando la inflación en lo corrido de 2007. En particular, el auge de la demanda por biocombustibles, y la creciente demanda por productos básicos por parte de China e India, junto con la consolidación de las economías de países como Rusia, Indonesia y Brasil, se han convertido en factores que podrían mantener por buen tiempo los precios internacionales de los alimentos al alza o, al menos, en niveles históricamente altos.

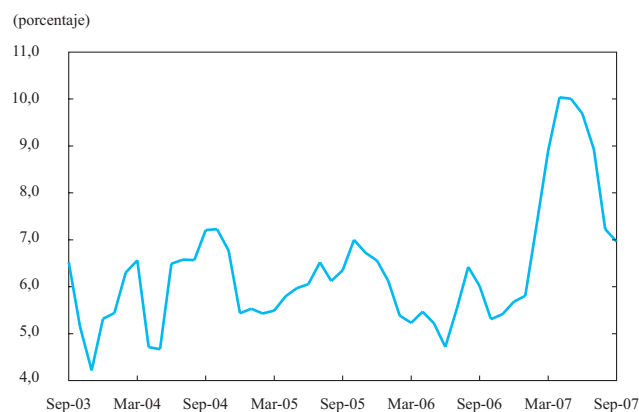
La desaceleración de la inflación anual de alimentos a partir de mayo de 2007 está asociada con el declive en los precios de los perecederos, especialmente de las hortalizas y las frutas. Durante el tercer trimestre el grupo de alimentos procesados también experimentó una caída, aunque de menor magnitud a la registrada en los perecederos (Gráfico 6). En los procesados se destaca la menor inflación de la carne y sus sustitutos, cuya oferta, al parecer, se ha beneficiado por el control gubernamental de las exportaciones y por la normalización del régimen de lluvias a partir del segundo trimestre del año. Otro factor que ha ayudado a moderar las alzas, sobre todo en el caso de la carne de pollo, es la ampliación de la oferta, gracias a la mayor inversión

### IPC DE REGULADOS VARIACIÓN ANUAL



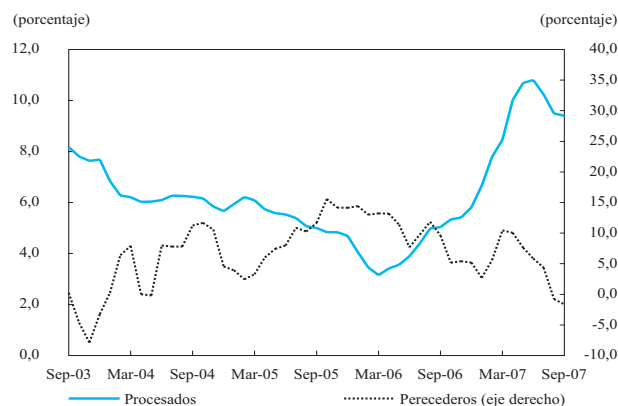
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

### IPC DE ALIMENTOS VARIACIÓN ANUAL



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

### DESCOMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS VARIACIÓN ANUAL



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.



*Los precios de los alimentos afectados por la demanda siguieron presionando la inflación.*

registrada por la industria avícola nacional como respuesta a la expansión sostenida de las demandas interna y externa (principalmente Venezuela).

Los alimentos explicaron un 69% de la aceleración de la inflación entre diciembre de 2006 (4,48%) y septiembre de 2007 (5,01%) (Cuadro 1). Al descomponer el IPC de alimentos en las cuatro canastas que recogen las diferentes presiones sobre precios, se observa que la oferta agrícola afectada por El Niño pasó de ser una de las principales causas de la expansión de la inflación anual entre enero y junio a ser un factor desinflacionario en lo corrido del año hasta septiembre. Así mismo, los alimentos afectados por los precios internacionales nuevamente ejercieron una presión deflacionaria durante el tercer trimestre, gracias a la apreciación reciente del peso, la cual ha compensado los altos precios de los alimentos en los mercados internacionales. Por el contrario, en el tercer trimestre los precios de los alimentos altamente influenciados por la demanda externa (Venezuela) se mantuvieron como el principal factor inflacionario, al igual que lo hicieron los alimentos sensibles a la demanda interna.

## B. FACTORES QUE DETERMINAN LA INFLACIÓN

### 1. Demanda agregada

De acuerdo con las cifras más recientes reportadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE), en el segundo trimestre del año la economía se desaceleró con respecto a lo observado en el trimestre anterior, pasando de un crecimiento de 8,1% a 6,9% (Gráfico 7). Esta cifra estuvo dentro del rango previsto por el equipo técnico del Banco de la República.

El comportamiento del PIB durante los dos primeros trimestres sugiere que la aceleración del crecimiento observada en la primera mitad de 2006 estaría cediendo, y que la economía estaría retornando a una senda de crecimiento más moderada.

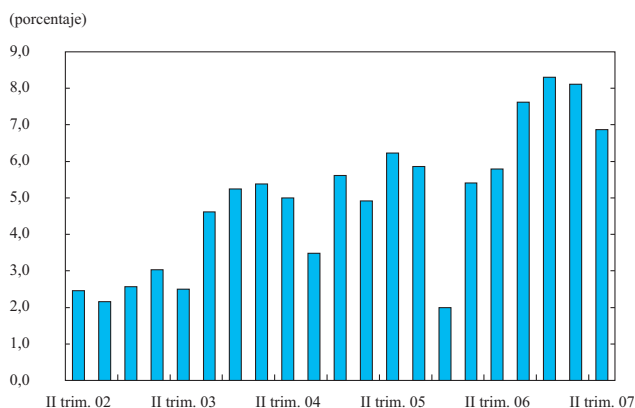
Aun así, el ritmo de expansión continúa siendo alto al compararlo con el promedio de la década (4,0%) y con el de los cuarenta años anteriores (4,1%).

A pesar de que la demanda interna se desaceleró de 11,1% en el primer trimestre a 9,6% en el segundo, ésta todavía es el componente que impulsa el crecimiento: su ritmo se mantiene por encima del registrado por el producto interno bruto (PIB), hecho que se observa desde 2004. Como resultado, el desbalance comercial medido en pesos reales ha seguido ampliándose, y en junio alcanzó 9,1% del PIB (Gráfico 8).

El comportamiento de la demanda interna estuvo liderado por el consumo de los hogares (7,9%) y por la inversión total (20,2%). El consumo de las administraciones

GRÁFICO 7

#### CRECIMIENTO ANUAL REAL DEL PIB



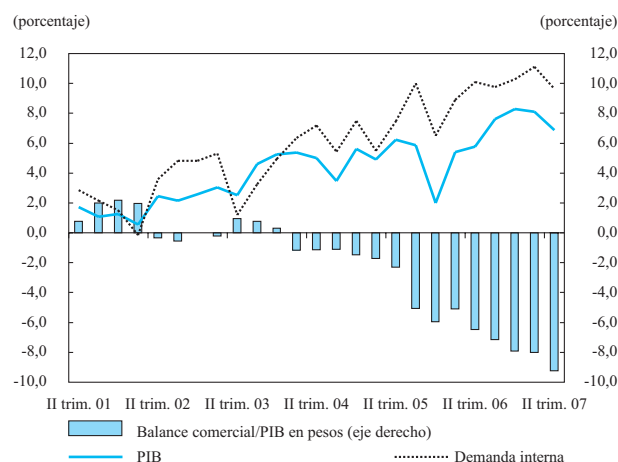
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

públicas no aportó de manera significativa a la expansión de la demanda interna, a pesar de que se recuperó con respecto al trimestre anterior (de -0,6% a 1,6%) (Cuadro 1); además, su bajo dinamismo está acorde con las metas propuestas por el Gobierno con respecto al déficit consolidado para este año (de -0,7%).

El consumo de los hogares fue el rubro que más contribuyó al crecimiento del PIB durante el segundo trimestre: 5,0 puntos porcentuales (pp). Por componentes, los bienes durables fueron los que mayor dinámica presentaron (27,3%), continuando con la fuerte tendencia de crecimiento iniciada desde mediados de 2003. El segundo componente con mayor expansión fue el de consumo de bienes semidurables (7,3%). Los otros dos componentes del consumo privado, aunque crecieron a menores tasas, mostraron un dinamismo importante: en particular, los bienes no durables, los cuales representan una parte importante del consumo de los hogares, aumentaron a una tasa anual de 5,5%, mientras que los servicios como alquiler de vivienda, servicios sociales comunales y personales, y de comercio —el segundo componente más importante— lo hicieron al 5,4% (Cuadro 3).

La inversión total fue el segundo rubro con mayor contribución a la variación anual del PIB durante el segundo trimestre: 4,9 pp. La destinada a equipo de transporte continúa siendo el segmento más dinámico (32,7%), aunque se ha

### CRECIMIENTO ANUAL REAL DEL PIB Y DE LA DEMANDA INTERNA, Y BALANZA COMERCIAL COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

### CRECIMIENTO REAL ANUAL DEL PIB POR TIPO DE GASTO Y CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO (PORCENTAJE)

	I trim. 07	II trim. 07	Contribución
<b>Consumo final</b>	<b>5,9</b>	<b>6,5</b>	<b>5,3</b>
Hogares	7,9	8,0	5,0
Gobierno	(0,4)	1,6	0,3
<b>Formación bruta de capital</b>	<b>30,1</b>	<b>20,2</b>	<b>4,9</b>
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	27,8	13,9	3,0
FBCF sin obras civiles	24,6	12,8	2,2
Obras civiles	39,9	18,2	0,8
Variación de existencias	51,1	74,8	1,9
<b>Demanda interna</b>	<b>11,1</b>	<b>9,6</b>	<b>10,3</b>
<b>Demanda interna sin variación de existencias</b>	<b>10,2</b>	<b>8,0</b>	<b>8,3</b>
<b>Exportaciones totales</b>	<b>8,6</b>	<b>4,3</b>	<b>0,8</b>
<b>Importaciones totales</b>	<b>21,0</b>	<b>16,3</b>	<b>4,2</b>
<b>PIB</b>	<b>8,1</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

*El consumo de los hogares fue el rubro que más contribuyó al crecimiento.*

desacelerado con respecto a los trimestres anteriores. No obstante esto, las inversiones en maquinaria y equipo y en obras civiles también siguieron mostrando un muy buen desempeño, con crecimientos de 22,2% y 18,2% respectivamente. En cuanto a la dirigida al sector agropecuario, su crecimiento fue modesto (1,8%) y similar al del primer trimestre. Por su parte, la inversión en edificaciones diferentes a obras civiles fue el único componente dentro del grupo que tuvo un crecimiento anual negativo (-1,5%). De acuerdo con el DANE, dicho comportamiento tuvo que ver con un menor avance en las obras en proceso.

Las importaciones totales en pesos reales crecieron 16,3% con respecto al segundo trimestre de 2006, cifra inferior en 4,7 pp a la registrada el trimestre anterior. En dólares, las importaciones CIF de bienes de consumo fueron las que mayor crecimiento tuvieron (31,0%) acordes con el fuerte aumento del consumo de los hogares. Las importaciones de bienes de capital y de materias primas en dólares también lo hicieron de manera importante durante este período, al crecer 20,5% y 27,7%, respectivamente. Esta fuerte dinámica está sustentada por el incremento de la inversión en maquinaria y equipo y en obras civiles (descrita anteriormente).

Las exportaciones en pesos constantes se desaceleraron entre el primer y segundo trimestres del año, al pasar, en su orden, de 8,6% a 4,3%. Esta desaceleración tiene que ver, en primera instancia, con el débil comportamiento de las exportaciones de petróleo en lo corrido del año, pero también con una caída pronunciada de las ventas externas de servicios (17,5%), medidas en pesos reales, cuyo cálculo se vio afectado por la apreciación del peso observado durante el primer semestre del año.

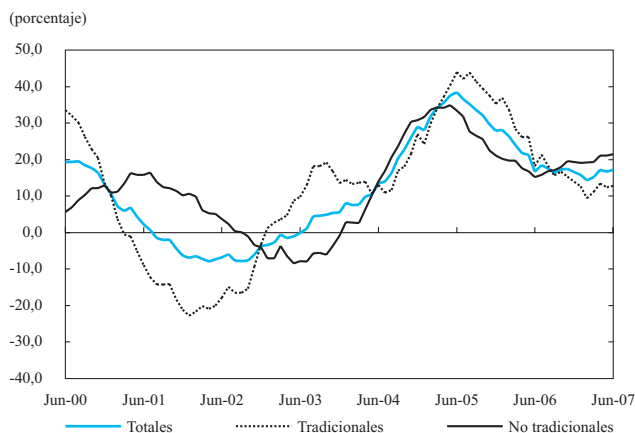
Las exportaciones en dólares no registraron cambios significativos en su tendencia de crecimiento durante el segundo trimestre. Las de bienes aumentaron 17,2%

para el acumulado a doce meses, lideradas por las exportaciones no tradicionales, las cuales crecieron 21,5%, mientras que las tradicionales lo hicieron en 12,8% (Gráfico 9). Dentro de este último rubro se destacan las de ferróníquel y carbón, que aumentaron 125,1% y 31,6% respectivamente. Así mismo, las exportaciones de café, que a junio registraron un crecimiento de 16,5% anual, se han recuperado a lo largo del año gracias al aumento en los precios internacionales y al estímulo que este hecho ha producido en la oferta. A diferencia del café, el valor en dólares de las exportaciones de petróleo se contrajo 8,4% durante el segundo trimestre, con respecto al mismo período del año pasado, lo cual se explica por una reducción de la oferta exportable y por el descenso de su precio internacional en esos meses.

Por destino, Venezuela continúa siendo el socio comercial que mayor dinamismo exhibe, con un aumento anual

GRÁFICO 9

**EXPORTACIONES TOTALES, TRADICIONALES Y NO TRADICIONALES EN DÓLARES (CRECIMIENTOS ANUALES DE LOS ÚLTIMOS DOCE MESES)**



Fuente: DANE y cálculos del Banco de la República.

entre enero y julio para las exportaciones acumuladas en dólares de 73,1%. Por el contrario, las exportaciones hacia los Estados Unidos se redujeron en 5,5% en el mismo período, lo cual podría estar relacionado, en parte, con un menor ritmo de crecimiento de la demanda de ese país, y con la mayor competencia que enfrentan nuestros productos (especialmente textiles y confecciones) por parte de los productores asiáticos y europeos (véase el Recuadro 1).

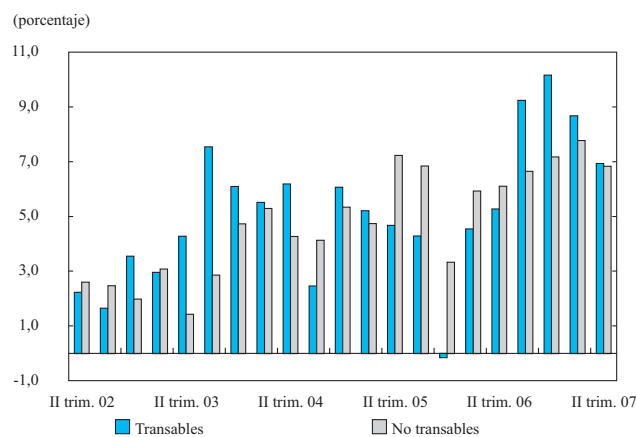
Desde el punto de vista de la oferta, la desaceleración del PIB durante el segundo trimestre del año se observó tanto en los sectores transables<sup>1</sup> como en los no transables<sup>2</sup>: los primeros pasaron de crecer 8,7% en el primer trimestre a 6,9% en el segundo, y los no transables se desaceleraron de 7,8% a 6,9% (Gráfico 10). El menor crecimiento del PIB transable se explica, en buena parte, por la caída en la producción petrolera, mientras en el otro caso la desaceleración tuvo que ver con el bajo crecimiento del sector de construcción de edificaciones.

Desagregando por sectores, la industria manufacturera continuó aportando la mayor contribución al crecimiento con 1,8 pp, seguida por el sector comercio, reparación, restaurantes y hoteles (con 1,3 pp), y por el de transporte, almacenamiento y comunicación (1,0 pp). A diferencia del primer trimestre, la construcción aportó poco a la variación del PIB (con 0,4%), debido a la caída del PIB de edificaciones (ya mencionada), y a una desaceleración de las obras civiles, las cuales pasaron de crecer 39,9% en el primer trimestre a 18,2% en el segundo. El sector agropecuario, silvicultura, caza y pesca continuó con una dinámica débil aportando únicamente 0,3 pp a la variación del PIB (Cuadro 4).

## 2. Excesos de capacidad productiva

Durante el segundo trimestre del año y a comienzos del tercero, los indicadores disponibles sugieren que los excesos de capacidad productiva continuaban reduciéndose y que la producción mantenía el dinamismo observado desde hace más de un año. Esto se aprecia en el balance entre la demanda esperada y la capacidad instalada de las empresas, publicado en la Encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo. Aunque en meses recientes dicha variable dejó de aumentar, su nivel

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB DE TRANSABLES Y NO TRANSABLES



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

<sup>1</sup> Los sectores transables son: agropecuario, silvicultura, caza y pesca; explotación de minas y canteras; industria manufacturera; servicios de transporte acuático, aéreo y complementarios y auxiliares, y servicios de las empresas, excepto los financieros e inmobiliarios.

<sup>2</sup> Los sectores no transables son: electricidad, gas de ciudad y agua; construcción; comercio y reparación, restaurantes y hoteles; servicios de transporte terrestre; servicios de correo y telecomunicaciones; servicios de intermediación financiera y servicios conexos; servicios inmobiliarios y alquiler de vivienda, servicios sociales, comunales y personales.

*Las exportaciones a Venezuela han sido las más dinámicas.*

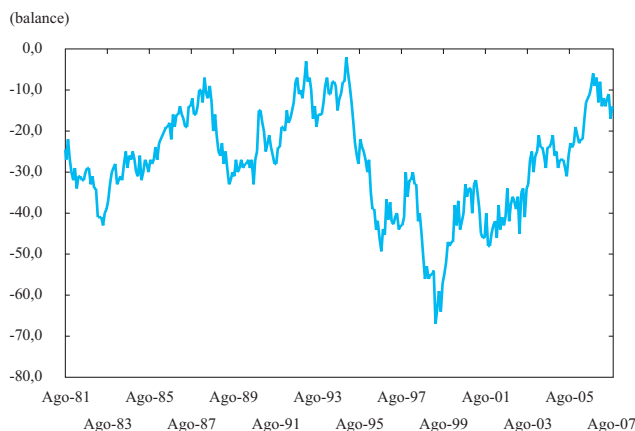
**CRECIMIENTO REAL ANUAL DEL PIB SECTORIAL  
(PORCENTAJE)**

	I trim. 07	II trim. 07	Contribución
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	1,9	2,8	0,3
Explotación de minas y canteras	(0,5)	4,8	0,2
Electricidad, gas y agua	3,8	1,8	0,1
Industria manufacturera	14,5	12,1	1,8
Construcción	27,1	6,2	0,4
Edificaciones	17,8	(1,7)	(0,1)
Obras civiles	39,9	18,2	0,5
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	11,6	10,8	1,3
Transporte, almacenamiento y comunicación	10,3	12,1	1,0
Estab. finan., segur., inmueb. y servicios a las empresas	5,0	15,7	2,5
Servicios sociales, comunales y personales	0,4	1,8	0,3
Intermediación financiera medida indirectamente	8,5	80,2	2,3
Subtotal valor agregado	7,4	6,1	0,0
<b>PIB</b>	<b>8,1</b>	<b>6,9</b>	<b>6,9</b>
Transables <sup>a/</sup>	8,7	6,9	0,0
No transables	7,8	6,8	0,2

a/ Se supone como transables los sectores agropecuario, minero, manufacturero; los servicios de transporte aéreo, acuático, complementarios y auxiliares, y algunos servicios privados a las empresas.  
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 11

**DEMANDA ESPERADA EN LOS PRÓXIMOS DOCE MESES  
FRENTE A LA CAPACIDAD INSTALADA**



Nota: la serie presentada es la desestacionalizada.  
Fuente: Fedesarrollo, cálculos del Banco de la República.

actual todavía es alto en términos históricos. En este contexto, es probable que los empresarios estén haciendo un uso intensivo de sus recursos y de su capacidad instalada para atender la actual demanda (Gráfico 11).

En el pasado el alto uso de los recursos productivos estuvo acompañado por presiones inflacionarias y, en la actualidad, es probable que también esté sucediendo. Evidencia de lo anterior es el repunte que desde mayo de 2006 hasta el mismo mes de 2007 se observó en las diferentes medidas de inflación básica, y desde noviembre de 2006 el aumento de la inflación de bienes no transables sin alimentos ni regulados. Ambas señales sugieren la presencia de presiones de demanda en el segundo y tercer trimestres, las cuales no fueron contenidas en su totalidad por las expectativas o por las ganancias en productividad. De continuar la utilización de factores en los niveles observados hasta ahora,

no se descarta la presencia de presiones inflacionarias en los próximos meses.

En resumen, el escenario central para este informe tiene en cuenta altos niveles de utilización de capacidad productiva en el tercer trimestre, que son similares o incluso mayores a los observados en el segundo. Aunque en esta ocasión algunos de los indicadores comenzaron a estabilizarse o decrecieron ligeramente, aún no es claro que este movimiento implique un quiebre generalizado en las tendencias.

Teniendo en cuenta este hecho, junto con el crecimiento observado en el primer semestre del año y los datos sobre inversión y crecimiento del empleo, los métodos diferentes utilizados por el Banco de la República para estimar la brecha del producto, indican que, en promedio para 2007, esta se situaría entre 1,3% y +3,9%, con un nivel más probable de 2,6% (Gráfico 12). Estos resultados son similares a los obtenidos en el informe de junio, y sugieren que la brecha, aunque alta, no se seguiría ampliando durante la segunda mitad de 2007.

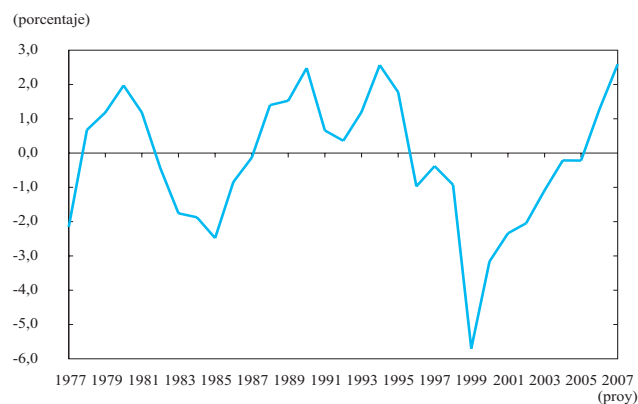
La anterior estimación de brecha tiene implícito un crecimiento del PIB potencial superior al 5% para 2007. Cabe señalar, sin embargo, que de acuerdo con el enfoque de la función de producción, esto se explica principalmente por un uso más intensivo de los factores de producción (capital y trabajo), que por las ganancias en la productividad.

### 3. Costos salariales y mercado laboral

En lo corrido del año la mayoría de los indicadores de costos salariales muestran variaciones anuales menores frente a las observadas durante el mismo periodo de 2006, con excepción de las de la construcción. Mientras en la construcción los salarios se han acelerado, impulsados por los de la mano de obra menos calificada, el incremento anual de los salarios en el comercio se mantenía estable, pero se desaceleraba en la industria (Gráfico 13). Paralelamente, los indicadores sobre ajustes salariales que proporcionan los pactos de las convenciones colectivas muestran que, para 2007, un porcentaje mayoritario de acuerdos salariales se efectuaban con ajustes menores al 6%, por debajo de lo pactado en 2006 en promedio (Cuadro 5).

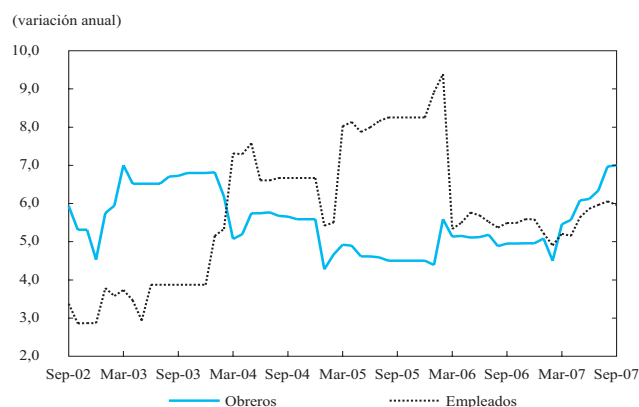
Por otro lado, los datos de empleo sugieren que el mercado laboral ha continuado estrechándose. La tasa de desempleo, que había dejado de disminuir desde mediados del año pasado, coincidiendo con el cambio de metodología en la encuesta de empleo del DANE, retomó una tendencia decreciente en los últimos meses: así, en agosto la tasa de desempleo urbana se ubicó en 11,1%, cifra inferior en 1,5 pp en comparación con la observada el mismo mes del año anterior. Cuando se escribía

#### BRECHA DEL PRODUCTO



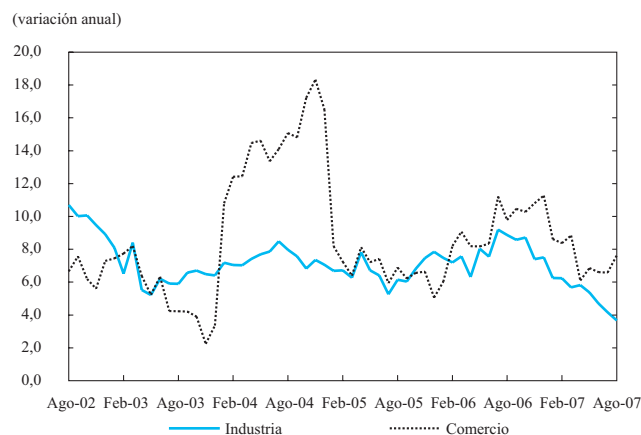
(proy) proyectado.  
Fuente: Banco de la República.

#### ÍNDICE DE SALARIOS PARA LA CONSTRUCCIÓN PESADA



Nota: obreros: capataz, obrero, oficial y operador; empleados: ingeniero director, ingeniero auxiliar, almacenista, contador y vigilante.  
Fuente: ICCP-DANE

#### COSTOS SALARIALES NOMINALES EN LA INDUSTRIA Y EL COMERCIO



Fuente: DANE-MMCP-MMM.

este informe el DANE daba a conocer los datos para septiembre que confirman la tendencia decreciente de la tasa de desempleo, especialmente en el caso de las áreas urbanas, lo cual es explicado por un aumento en la tasa de ocupación, especialmente acentuada en el mes de septiembre, que ha compensado la recuperación reciente en la tasa de participación (Cuadro 6). Cabe señalar que las cifras de agosto y septiembre son las primeras que se pueden comparar con los datos obtenidos mediante la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH), y que esta variación anual es similar a la que se venía registrando antes del cambio metodológico.

Otros indicadores de empleo disponibles para el tercer trimestre corroboran las tendencias reflejadas en la GEIH. Es el caso de las encuestas de industria (MMM) y comercio (ECM), las cuales muestran un aumento importante del empleo para estos dos sectores: del 2,6% y 7,4% para agosto, respectivamente. En particular, la encuesta de comercio de agosto confirma la continua aceleración de esta variable en el sector desde principios de 2004, mientras la de industria muestra una leve desaceleración de su empleo a lo largo del año (Gráfico 14). Otra fuente de información que apunta hacia un alto dinamismo en la creación de puestos de trabajo es la de la seguridad social. De

CUADRO 5

**PORCENTAJE DE BENEFICIADOS POR NIVEL DE INCREMENTO SALARIAL PACTADO PARA EL AÑO EN CURSO**

	<5	[5,6]	[6,7]	[7,8]	[8,9]	>9
Pactado en 2006 (cifras a junio)	19,31	23,82	50,97	5,89	0,01	0,00
Pactado en 2007 (cifras a junio)	28,76	28,95	31,68	10,43	0,17	0,00

Fuente: Ministerio de la Protección Social, cálculos del Banco de la República.

CUADRO 6

**INDICADORES DEL MERCADO LABORAL**

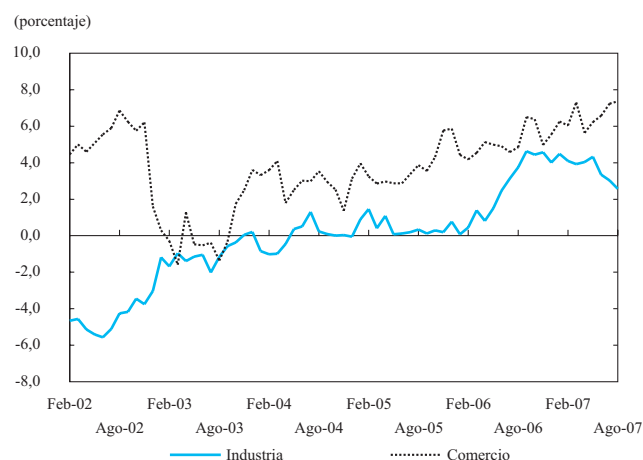
	Septiembre					Diferencia 2006 y 2007
	2003	2004	2005	2006	2007	
Tasa global de participación						
Nacional	63,0	60,0	60,0	56,3	57,6	1,3
Trece ciudades	65,1	62,8	62,8	60,0	61,7	1,7
Tasa de ocupación						
Nacional	54,3	52,5	53,3	49,0	51,4	2,4
Trece ciudades	54,6	53,4	54,3	52,3	55,1	2,9
Tasa de desempleo						
Nacional	13,9	12,5	11,2	12,9	10,8	(2,2)
Trece ciudades	16,1	14,9	13,5	12,8	10,6	(2,2)

Fuente: DANE-GEIH.

acuerdo con ella, los trabajadores afiliados a la seguridad social habían aumentado un 9,1% en julio, con respecto al mismo mes del año anterior. De estas cifras se puede inferir una positiva evolución del empleo formal (Cuadro 7).

Así las cosas, aunque el empleo está creciendo a un buen ritmo, ante todo en las áreas urbanas, lo cual ha permitido la reducción de las tasas de desempleo a los niveles más bajos de la década, aún no se observan presiones claras y generalizadas sobre los costos salariales. A pesar de ello, las cifras más recientes indican que el empleo estaría ganando en dinamismo, lo que aumenta los riesgos de que surjan presiones salariales en los próximos trimestres. Cabe señalar que diversas medidas de NAIRU sugieren que el mercado laboral ya no está holgado, y que se está estrechando paulatinamente.

#### EMPLEO EN LA INDUSTRIA Y EL COMERCIO (VARIACIÓN ANUAL)



#### INDICADORES DE SEGURIDAD SOCIAL EN EL TOTAL NACIONAL

Subsistemas	Julio		Variación entre julio de 2007 y julio de 2006	
	2006 <sup>a/</sup>	2007 <sup>a/</sup>	absoluta	porcentual
Trabajadores afiliados a cajas de compensación	4.643.509	5.109.824	466.315	9,13
Afiliados a ARP	5.338.733	5.882.252	543.519	9,24
Afiliados activos a pensiones (ISS + AFP)	4.659.015	5.124.734	465.719	9,09
Pensionados afiliados activos del ISS	1.958.288	1.870.840	(87.448)	(4,67)
Cotizantes a fondos de pensiones obligatorias	2.700.727	3.253.894	553.167	17,00

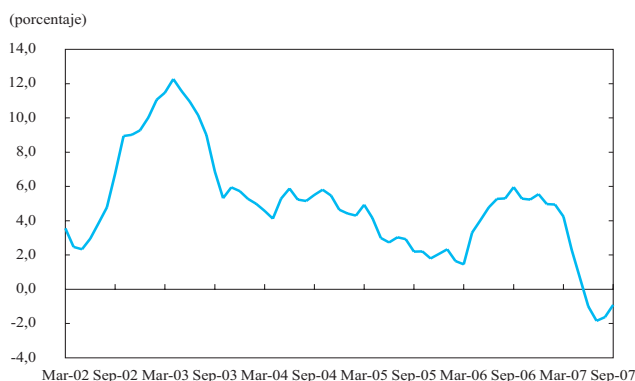
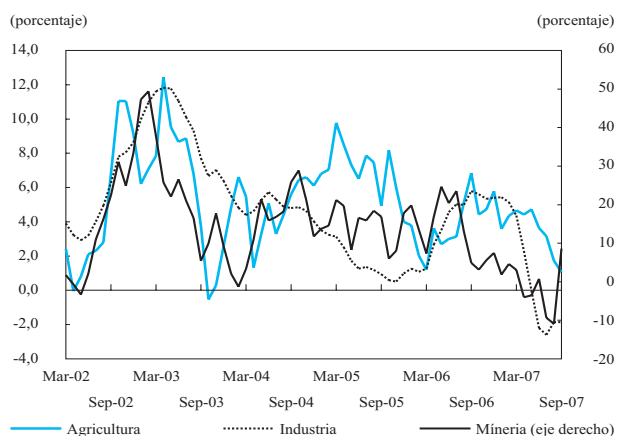
<sup>a/</sup> Para los afiliados a las ARP, el dato corresponde a junio.  
Fuente: Ministerio de la Protección Social.

#### 4. Otros costos

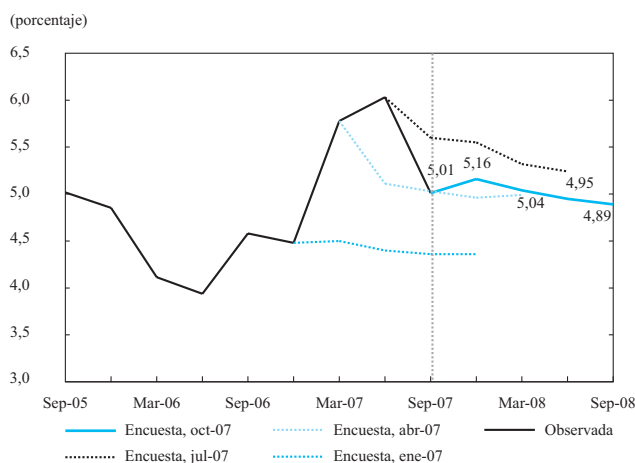
El IPP total no sugiere la presencia de presiones de costos no salariales a lo largo del tercer trimestre. En septiembre, el IPP mostró por cuarto mes consecutivo un crecimiento anual negativo (-0,91%), aunque en los últimos dos meses las deflaciones han sido menores. Si se examina la información por ramas de actividad económica, el aumento anual de septiembre continuó siendo bajo en la agricultura (1%) y en la industria (-1,8%), pero se aceleró en el sector minero (a 8,6%) (Gráfico 15).

De la información del IPP se puede destacar, por un lado, la desaceleración en los precios de la agricultura, iniciada en el segundo trimestre de 2007, ya que coincide con la normalización de las condiciones climáticas; por otro, el cambio de tendencia



**IPP TOTAL  
(VARIACIÓN ANUAL)**

**IPP POR COMPONENTES  
(VARIACIÓN ANUAL)**


Fuente: antes de diciembre de 2006, Banco de la República, y a partir de diciembre de 2006, DANE y cálculos del Banco de la República.

**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A TRES, SEIS, NUEVE Y DOCE MESES**


Fuente: Banco de la República, Encuesta Trimestral de Expectativas.

que muestran los precios de la minería, los cuales estarían siendo afectados por aumentos en los precios del petróleo, del gas natural, y del carbón. Este último fenómeno, de mantenerse, podría implicar un aumento mayor en las presiones inflacionarias hacia el futuro, frente al previsto en informes anteriores. Las cifras también muestran que la apreciación reciente del peso ha significado menores costos para los productores nacionales, tal como se desprende de la inflación negativa que se observa desde hace varios meses en el IPP de importados y que para septiembre era de -12,7% anual.

## 5. Expectativas de inflación

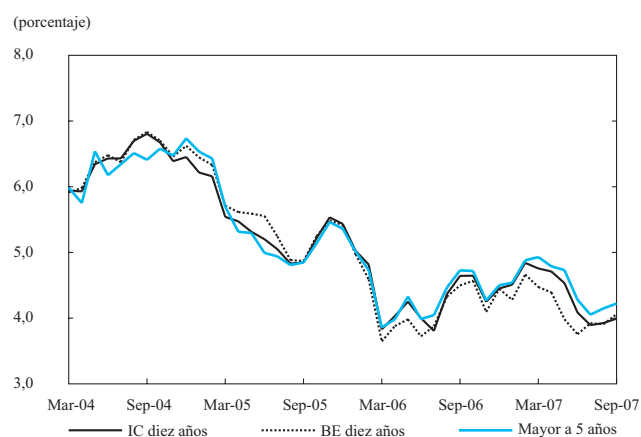
En meses recientes, las expectativas de inflación para finales de año se han mantenido estables: alrededor del 5%. Así lo sugieren las mediciones que se obtienen de la encuesta mensual a operadores del mercado financiero, y de la encuesta trimestral a empresarios, sindicatos y académicos, cuyos resultados se presentan en el Gráfico 16. Tanto en la encuesta mensual como en la trimestral las expectativas de inflación a diciembre y a doce meses se redujeron frente a lo observado a mediados de año. Para la encuesta trimestral, en particular, los entrevistados esperan una inflación de 5,2% a diciembre de este año y de 4,9% para septiembre del próximo.

Las expectativas obtenidas del diferencial de tasas entre los TES a tasa fija y TES unidad de valor real (UVR), o indexados, muestran un comportamiento similar, con una reducción de la variable desde marzo del presente año (Gráfico 17). Con respecto a esta medición, conviene señalar que el aumento de la inflación a comienzos de año produjo un repunte leve de las expectativas, pero menor que la observada con las otras mediciones, y nunca superior al 5%. Además, el aumento fue más transitorio en este caso, y menor que el que se registró con choques temporales a los precios en oportunidades anteriores. Todo esto puede indicar una mayor confianza del mercado financiero en el compromiso de la autoridad monetaria con una baja inflación, junto con una mayor credibilidad en el cumplimiento de las metas futuras, apoyando la idea de que las expectativas estarían

ancladas en niveles más bajos, frente a lo que sucedía en el pasado.

Por otro lado, también hay que tener en cuenta que todas las mediciones muestran que la inflación esperada para los próximos trimestres se encuentra por encima del rango señalado por la JDBR para fijar el punto medio de la meta de 2008 (entre 3% y 4%). Este hecho, junto con la posibilidad de que la inflación termine en 2007 por encima del rango meta —como se discute en el capítulo tercero de este informe—, puede inducir reajustes en salarios y precios, lo que dificultaría el logro del objetivo de estabilización de precios.

#### EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DERIVADAS DE LOS TES, PROMEDIO MES



Fuente: Banco de la República.

EXPORTACIONES COLOMBIANAS HACIA SUS DOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES  
2005 A 2007

Dayra Garrido  
Juan Nicolás Hernández A\*

Las exportaciones totales de Colombia en millones de dólares<sup>1</sup> crecieron anualmente 16,1% entre enero y julio de 2007, cifra inferior en 0,5 puntos porcentuales (pp) y 11,8 pp al crecimiento observado en 2006 y 2005, respectivamente (Cuadro R1.1). Pese a la desaceleración, se aprecia que, salvo por petróleo y derivados, los demás sectores exportadores presentaron tasas de crecimiento positivas en lo corrido a julio del presente año: en particular, se destaca el del sector industrial (23,8%), cuya contribución al crecimiento fue del 54,7%.

CUADRO R1.1  
EXPORTACIONES TOTALES DE COLOMBIA

	Millones de dólares enero-julio			Tasa de crecimiento anual enero-julio		Contribución a la variación ene-jul de 2007
	2005	2006	2007	2006	2007	
	<b>Exportaciones totales</b>	<b>11.551</b>	<b>13.463</b>	<b>15.627</b>	<b>16,6</b>	
<b>Tradicionales</b>	<b>5.786</b>	<b>6.745</b>	<b>7.509</b>	<b>16,6</b>	<b>11,3</b>	<b>35,3</b>
Café	919	790	935	(14,0)	18,3	6,7
Carbón	1.540	1.539	2.138	(0,1)	38,9	27,7
Ferroñíquel	464	486	1.083	4,6	122,9	27,6
Petróleo y sus derivados	2.862	3.930	3.353	37,3	(14,7)	(26,7)
<i>Fuel-oil</i> y otros derivados	754	1.152	650	52,7	(43,5)	(23,2)
Petróleo crudo	2.108	2.778	2.702	31,8	(2,7)	(3,5)
<b>Exportaciones no tradicionales</b>	<b>5.765</b>	<b>6.718</b>	<b>8.118</b>	<b>16,5</b>	<b>20,8</b>	<b>64,7</b>
1. Sector agropecuario	1.201	1.239	1.501	3,2	21,2	12,1
2. Sector industrial	4.351	4.979	6.163	14,4	23,8	54,7
Industria química	1.023	1.143	1.384	11,7	21,1	11,2
Alimentos, bebidas y tabaco	626	678	752	8,2	11,0	3,5
Industria de metales comunes	407	579	673	42,2	16,3	4,3
Confecciones	523	534	659	2,2	23,4	5,8
Material de transporte	411	422	618	2,7	46,6	9,1
Maquinaria y equipo	297	368	511	23,8	39,0	6,6
Artes gráficas y editorial	296	349	427	18,0	22,4	3,6
Minerales no metálicos	222	288	325	29,6	12,6	1,7
Hilados y tejidos	169	173	229	2,6	32,1	2,6
Resto	379	447	585	18,0	30,9	6,4
3. Sector minero	213	499	454	134,7	(9,0)	(2,1)
Exportaciones de oro por particulares	297	204	133	(31,4)	(34,7)	(3,3)

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

\* Los autores son, en su orden, profesional experta en balanza de pagos, y profesional del Departamento de Programación e Inflación. Agradecemos los valiosos comentarios y sugerencias del Departamento de Programación e Inflación, en particular de Carlos Huertas y Gloria Alonso, así como la colaboración de Víctor Hernández en el suministro de información. Las opiniones expresadas son de responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

<sup>1</sup> Información tomada de las estadísticas de exportaciones FOB del DANE.

La desaceleración de las exportaciones totales se explica, en buena parte, por el menor dinamismo de las exportaciones hacia su principal socio comercial: los Estados Unidos. Sin embargo, este último descenso se ha visto compensado en parte por la evolución de las exportaciones hacia Venezuela, el segundo socio comercial en importancia.

Las exportaciones hacia los Estados Unidos han crecido hasta julio de 2007 a una tasa negativa del 5,5%, 28,4 pp por debajo del promedio observado entre 2005 y 2006. Según se aprecia en el Cuadro R1.2, se presentaron disminuciones importantes no sólo en petróleo y derivados (-14,3%), sino también en los productos del sector industrial (-11,2%). En el caso de las exportaciones de petróleo y derivados, el rubro que más influyó en su comportamiento fue el de *fuel-oils* y los aceites livianos. Según señala el Ministerio de Comercio, Industria y Turismo (Mincomercio)<sup>2</sup>, los Estados Unidos están consumiendo menos *fuel-oils* y mayores volúmenes de gas natural. En cuanto al crudo, se calcula que la disminución de las exportaciones sería de 4,8% en relación con el mismo período de 2006. Cabe anotar que si bien los valores exportados de crudo decrecen, las cantidades aumentan, por lo que el descenso en su valor es atribuible totalmente a un efecto precio<sup>3</sup>.

Por otra parte, el sector industrial participó en la caída de las exportaciones hacia los Estados Unidos en un 36%. Dentro de este sector, las industrias que más aportaron en dicho descenso fueron las de confecciones (17,0%); alimentos, bebidas y tabaco (5,7%) y la industria de metales comunes (7,0%); Según el Mincomercio, la reducción en las exportaciones colombianas de textiles y confecciones hacia los Estados

**CUADRO R1.2**  
**EXPORTACIONES TOTALES HACIA LOS ESTADOS UNIDOS**

	Millones de dólares enero-julio			Tasa de crecimiento anual enero-julio		Contribución a la variación ene-jul de 2007
	2005	2006	2007	2006	2007	
	<b>Exportaciones totales</b>	<b>4.535</b>	<b>5.833</b>	<b>5.510</b>	<b>28,6</b>	
<b>Tradicionales</b>	<b>2.906</b>	<b>3.944</b>	<b>3.755</b>	<b>35,8</b>	<b>(4,8)</b>	<b>58,6</b>
Petróleo y sus derivados	2.081	3.064	2.625	47,2	(14,3)	136,0
<i>Fuel-oil</i> y otros derivados	355	694	367	95,5	(47,0)	101,0
Crudo	1.726	2.371	2.258	37,3	(4,8)	35,0
Resto	824	880	1.130	6,8	28,4	(77,3)
<b>No tradicionales</b>	<b>1.630</b>	<b>1.888</b>	<b>1.755</b>	<b>15,9</b>	<b>(7,1)</b>	<b>41,4</b>
1. Sector agropecuario	623	650	689	4,3	6,1	(12,2)
2. Sector industrial	965	1.038	922	7,5	(11,2)	36,0
Alimentos, bebidas y tabaco	108	109	90	0,7	(17,0)	5,7
Hilados y tejidos	11	9	7	(21,0)	(20,1)	0,6
Confecciones	292	252	197	(13,8)	(21,8)	17,0
Madera y sus manufacturas	17	16	13	(7,1)	(16,8)	0,8
Industria y metales comunes	120	171	148	42,4	(13,4)	7,0
Resto	417	482	466	15,6	(3,3)	4,9
3. Sector minero	41	201	144	384,4	(28,3)	17,6

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

<sup>2</sup> Oficina de Estudios Económicos (2007).

<sup>3</sup> Así, el precio promedio del WTI año corrido a julio pasó de US\$68,0/barril en 2006 a US\$63,3/barril en 2007.

Unidos se debe a la pérdida de mercado frente a países asiáticos y algunos europeos, ante los cuales Colombia ha cedido en competitividad. Países como China, Pakistán, Indonesia, Camboya, Italia e incluso Canadá, han venido ganando terreno como proveedores de dichos productos en el mercado estadounidense.

En contraste, las exportaciones hacia Venezuela han crecido 73,1% (Cuadro R1.3). El sector industrial ha sido el que más ha contribuido al crecimiento de las exportaciones hacia Venezuela (85%) y, en menor medida, lo ha hecho el sector agropecuario (14,3%). Dentro de la industria, los subsectores con mayor participación en la variación del crecimiento han sido el automotor (19,4%), confecciones (18,7%), industria química (9,1%) y maquinaria y equipo (8,6%). Por el lado del sector agropecuario, vale la pena destacar que la demanda de carne de res fue la que más contribuyó a dicho crecimiento (8,0%).

De esta forma, las exportaciones no tradicionales<sup>4</sup> hacia Venezuela han sido las más dinámicas, y si bien las tradicionales hacia este mismo país continúan mostrando variaciones negativas (en el acumulado de doce meses), cada vez presentan mayores niveles gracias a su aceleración (Gráfico R1.1).

Dado el anterior comportamiento, las exportaciones colombianas han experimentado un cambio tanto en su composición como en la participación de nuestros socios comerciales: de hecho, los Estados Unidos, que entre 2005 y 2006 participaba en promedio con el 41% de las exportaciones colombianas, pasó a

**CUADRO R1.3**  
**EXPORTACIONES HACIA VENEZUELA**

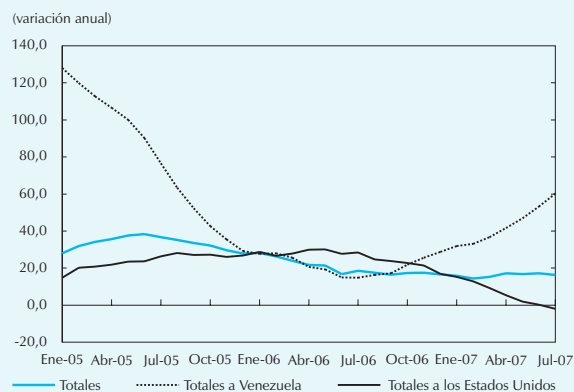
	Millones de dólares enero-julio			Tasa de crecimiento anual enero-julio		Contribución a la variación ene-jul de 2007
	2005	2006	2007	2006	2007	
	<b>Exportaciones totales</b>	<b>1.134</b>	<b>1.329</b>	<b>2.301</b>	<b>17,2</b>	
<b>Tradicionales</b>	<b>11</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>(53,9)</b>	<b>24,9</b>	<b>0,1</b>
<b>No tradicionales</b>	<b>1.123</b>	<b>1.324</b>	<b>2.295</b>	<b>17,9</b>	<b>73,3</b>	<b>99,9</b>
1. Sector agropecuario	160	185	324	16,1	75,0	14,3
Frutas, legumbres y raíces	10	19	38	102,4	95,1	1,9
Carne de res	6	31	109	382,4	247,7	8,0
Resto	144	135	177	(6,3)	31,9	4,4
2. Sector industrial	957	1.135	1.961	18,5	72,8	85,0
Alimentos, bebidas y tabaco	93	118	150	27,1	26,8	3,3
Hilados y tejidos	55	56	98	1,8	75,2	4,3
Confecciones	74	103	285	39,3	176,4	18,7
Cuero y sus manufacturas	13	17	61	28,1	256,5	4,5
Artes gráficas y editorial	54	71	126	31,6	76,7	5,6
Industria química	183	214	303	16,7	41,5	9,1
Maquinaria y equipo	78	116	200	49,3	71,9	8,6
Material de transporte	280	280	469	(0,0)	67,5	19,4
Resto	127	159	270	25,5	69,6	11,4
3. Sector minero	6	4	10	(28,4)	140,1	0,6

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

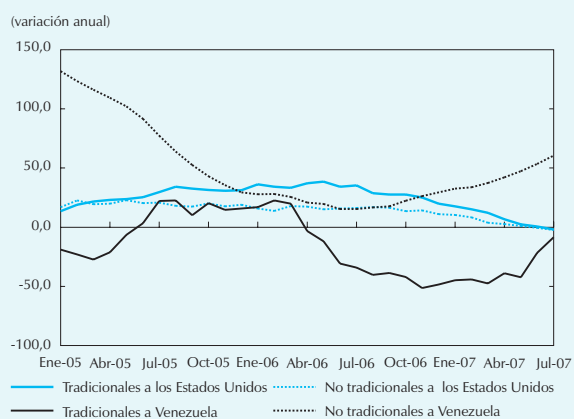
<sup>4</sup> Se entiende por exportaciones no tradicionales las que no contemplan café, petróleo y sus derivados, y carbón, según la definición del Departamento Técnico y de Información Económica, sección de Sector Externo, del Banco de la República.

**GRÁFICO R1.1  
CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES  
(ACUMULADO DOCE MESES)**

**A. HACIA LOS ESTADOS UNIDOS Y VENEZUELA**



**B. TRADICIONALES Y NO TRADICIONALES**



Fuente: cálculos del Banco de la República.

representar, en lo corrido del año a julio, el 35,3%. Entre tanto, las exportaciones hacia Venezuela, que comenzaron a acelerarse a partir del segundo semestre de 2006<sup>5</sup>, representan, para lo corrido de 2007 hasta julio, el 14,7% del total, cuando en promedio entre 2005 y 2006 participaban con el 10,3% y 10,4%, respectivamente.

Uno de los factores que explica el menor dinamismo de las exportaciones hacia los Estados Unidos es la caída general de sus compras externas. Según se aprecia en el Cuadro R1.4, las importaciones totales de

<sup>5</sup> La desaceleración en el crecimiento de las exportaciones a Venezuela registrada a largo del 2005 no implica niveles de exportación en dólares atípicamente bajos; por el contrario, la recuperación de las exportaciones hacia Venezuela durante 2004 y 2005 permitió alcanzar niveles de exportación promedio mensual en dólares de US\$135 millones (m) y de US\$174 m, respectivamente.

los Estados Unidos (precios Cost Insurance and Freight —CIF—) han venido desacelerándose en cerca de 4 pp por año entre 2004 y 2006. Entre enero y agosto de 2007 las importaciones crecieron 3,6% en relación con el monto observado en el mismo período del año anterior; lo cual es discreto comparado su promedio histórico reciente. La información del Cuadro R1.4 también confirma que las compras de bienes colombianos por parte de los Estados Unidos registraron una caída, al pasar de crecer 14,4% en 2004 a 4,3% en 2006, y a -8,7% en lo corrido a agosto de 2007.

**CUADRO R1.4**  
**CRECIMIENTOS DE LAS IMPORTACIONES DE LOS ESTADOS UNIDOS POR PAÍS DE ORIGEN**  
**(VARIACIÓN PORCENTUAL)**

País	2004	2005	2006	ene-ago 2007
Argentina	18,4	21,6	(13,5)	5,8
Brasil	19,9	15,3	6,9	(3,6)
Canadá	14,1	12,4	5,4	1,0
Chile	25,4	37,3	38,2	(0,2)
China	29,0	23,4	17,7	14,0
<b>Colombia</b>	<b>14,4</b>	<b>21,3</b>	<b>4,3</b>	<b>(8,7)</b>
Costa Rica	(2,2)	2,8	13,4	3,5
República Dominicana	1,8	1,8	(1,5)	(4,7)
Ecuador	54,8	32,5	21,8	(19,2)
Alemania	13,6	9,9	4,9	5,1
Honduras	10,2	3,0	(0,7)	7,0
Japón	10,0	6,5	7,3	(1,0)
México	13,0	9,3	16,3	4,0
Perú	52,1	37,9	14,1	(16,2)
Filipinas	(8,7)	1,2	4,6	(5,4)
Reino Unido	8,9	9,9	4,3	4,3
Venezuela	45,6	34,1	8,8	(8,6)
Resto	17,3	12,8	11,4	2,8
<b>Total</b>	<b>16,9</b>	<b>13,6</b>	<b>10,8</b>	<b>3,6</b>

Fuente: United State International Trade Commission.

Si bien la tendencia en general de las importaciones estadounidenses es hacia la desaceleración, las ventas colombianas hacia dicho país no han sido las más afectadas (Cuadro R1.5). Colombia, que tuvo entre 2004 y 2006 una participación aproximada del 0,52%, ha reducido su participación en 0,06 pp, cuando se compara con el período enero-agosto de 2006 y 2007. Esta caída no difiere sustancialmente del descenso calculado para países con participaciones similares a las de Colombia, tales como Filipinas, Ecuador y Chile, los cuales, en promedio redujeron su participación en 0,05 pp. Por otro lado, China ha ganado terreno mientras que otros socios relevantes como Canadá, Japón y México lo han perdido.

Dentro de los determinantes de la demanda de exportaciones, algunos autores han encontrado una relación positiva entre las ventas al exterior y el crecimiento económico del país al cual se exporta. Si bien este no es el único determinante —otro puede ser la tasa de cambio real—, diversas estimaciones para Colombia coinciden en que el efecto que prima sobre la demanda es aquel que ejerce la evolución del producto del socio comercial<sup>6</sup>. En este contexto, es importante resaltar que entre 2004 y 2007 los Estados

<sup>6</sup> En particular J. N. Hernández (2005) estima que las exportaciones industriales hacia los Estados Unidos tendrían una elasticidad a la tasa de cambio real comprendida entre 0,86 y 0,55, mientras que la elasticidad al PIB estadounidense estaría alrededor del 6%. En cuanto a Venezuela, la sensibilidad a la tasa de cambio es mayor, entre 1,7 y 2,1, y al ingreso de aproximadamente 3,5 (industriales, sin azúcar). En todo caso, una variación porcentual del PIB frente a una variación similar en la tasa de cambio real tiene un mayor efecto sobre las exportaciones.

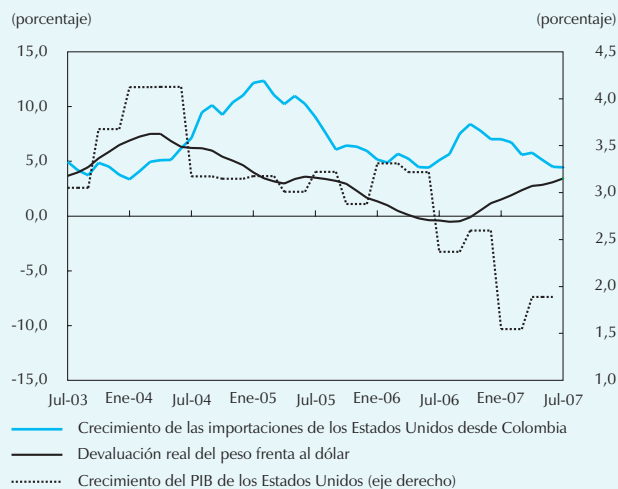
**CUADRO R1.5**  
**PARTICIPACIÓN POR PAÍSES EN LAS IMPORTACIONES DE LOS ESTADOS UNIDOS**  
**(PORCENTAJE)**

País	2004	2005	2006	ene-ago 2006	ene-ago 2006
Argentina	0,27	0,29	0,22	0,22	0,23
Brasil	1,49	1,51	1,46	1,47	1,37
Canadá	17,03	16,85	16,04	16,34	15,94
Chile	0,36	0,43	0,54	0,55	0,53
China	13,80	15,00	15,93	15,01	16,51
<b>Colombia</b>	<b>0,51</b>	<b>0,54</b>	<b>0,51</b>	<b>0,55</b>	<b>0,48</b>
Costa Rica	0,23	0,21	0,21	0,22	0,22
República Dominicana	0,30	0,27	0,24	0,24	0,22
Ecuador	0,31	0,36	0,39	0,40	0,31
Alemania	5,19	5,02	4,75	4,79	4,86
Honduras	0,25	0,23	0,20	0,20	0,21
Japón	8,74	8,19	7,93	7,87	7,53
México	10,35	9,96	10,45	10,48	10,52
Perú	0,26	0,31	0,32	0,32	0,26
Filipinas	0,63	0,56	0,53	0,53	0,48
Reino Unido	3,13	3,02	2,85	2,86	2,88
Venezuela	1,73	2,04	2,00	2,12	1,87
Resto	35,45	35,22	35,42	35,83	35,58
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Fuente: United State International Trade Commission.

Unidos ha experimentado una desaceleración económica, al pasar de tasas de crecimiento anual de 3,64% en 2004 a 2,2% en el primer semestre de 2007. Este último hecho puede explicar, en parte, la disminución de las exportaciones de nuestro país hacia los Estados Unidos (Gráfico R1.2).

**GRÁFICO R1.2**  
**VARIACIÓN ANUAL DE LAS IMPORTACIONES REALES DE LOS ESTADOS UNIDOS**  
**PROVENIENTES DE COLOMBIA, FRENTE A LA VARIACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO REAL**  
**Y DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS**



Nota: no incluye petróleo ni derivados. Las cifras de importaciones se refieren al acumulado de doce meses.  
Fuentes: Bureau of Economic Analysis (BEA) y cálculos del Banco de la República.



En conclusión, la desaceleración de las exportaciones hacia los Estados Unidos en los últimos años ha sido una tendencia global, y parte de ella se explica por el menor crecimiento económico de dicho país. En el caso de Colombia, las menores ventas hacia los Estados Unidos han sido compensadas en parte por el incremento en la demanda de su segundo socio comercial en importancia, Venezuela.

## **REFERENCIAS**

Hernández, J. N. "Demanda de exportaciones no tradicionales en Colombia", Borradores de Economía, núm. 333, Banco de la República, 2005.

Colombia. Ministerio de Comercio, Industria y Turismo-Oficina de Estudios Económicos, "Exportaciones de Colombia hacia los Estados Unidos" (mimeo), 2007.

## II. MERCADOS FINANCIEROS

**Continúa la incertidumbre sobre el tamaño y la duración de la recesión** en el mercado de vivienda estadounidense y su impacto sobre el crecimiento de dicha economía y la mundial.

**Algunos indicadores de percepción de riesgo internacional** han mostrado cierta estabilidad, e incluso se han reducido; sin embargo, no han retornado a los niveles bajos registrados antes de la crisis iniciada en agosto.

**En Colombia el mecanismo de transmisión del canal del crédito se aceleró.** Evidencias de ello fueron el incremento de las tasas de captación y de colocación durante el tercer trimestre, superiores a las registradas en la primera mitad del año, junto con la moderación del crédito.

**Las diferentes tasas reales de interés de captación y de colocación** se encuentran cercanas, o levemente superiores, a sus promedios históricos. Las tasas de consumo pueden presentar aumentos adicionales, asociados con el alza en la tasa de usura.

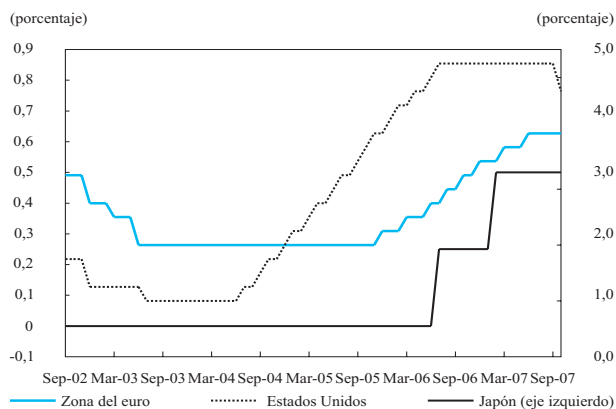
**La profundización financiera continúa aumentando.** Esto se refleja en el indicador de cartera sobre PIB.

### A. CONTEXTO INTERNACIONAL

Desde finales de agosto el deterioro del mercado de vivienda en los Estados Unidos se acentuó, desatando una crisis en los mercados financieros mundiales que preocupó a las autoridades monetarias de dicho país por el efecto que podría tener en el crecimiento futuro. Dado lo anterior, y ante la alta demanda por liquidez, a comienzos de septiembre, la Fed tomó la decisión de bajar la tasa de interés de descuento de su ventanilla primaria en 50 pb (5,75%), de ampliar el rango de títulos de colateralización para estas operaciones y de extender, además, su período hasta por treinta días. Este aumento de la liquidez se consolidó más tarde con la reducción de sus tasas de interés de referencia en 50 pb a final de mes, permitiendo un relajamiento permanente en las condiciones

GRÁFICO 18

TASA DE POLÍTICA MONETARIA DE LOS ESTADOS UNIDOS, ZONA DEL EURO Y JAPÓN



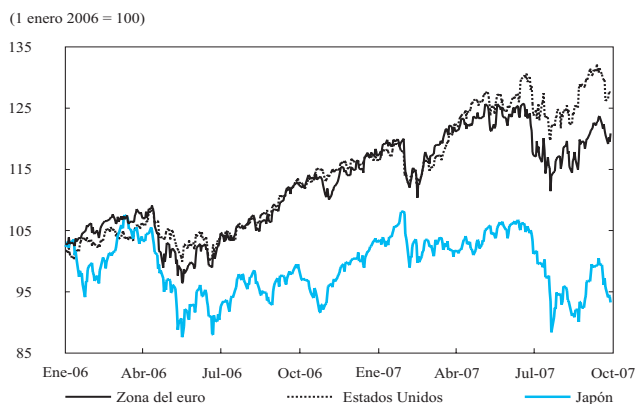
Fuente: Banco Central Europeo y Datastream.

financieras<sup>3</sup> el Banco Central Europeo (BCE) y otros bancos centrales también inyectaron una importante cantidad de liquidez en el mercado, pero sin bajar abiertamente sus tasas de referencia (Gráfico 18).

Gracias a las acciones de la Fed y de otros bancos centrales los indicadores bursátiles se recuperon. En el caso de los Estados Unidos, a mediados de octubre el Dow Jones se encontraba en niveles similares a los observados antes de la crisis, aunque en Europa y Japón la recuperación de los indicadores accionarios ha sido más moderada (Gráfico 19). No obstante, el fin de la crisis aún parece lejano, toda vez que la volatilidad financiera se ha mantenido y que además los problemas del mercado hipotecario continúan comprometiendo así la estabilidad de varias instituciones financieras a nivel mundial.

GRÁFICO 19

ÍNDICES BURSÁTILES



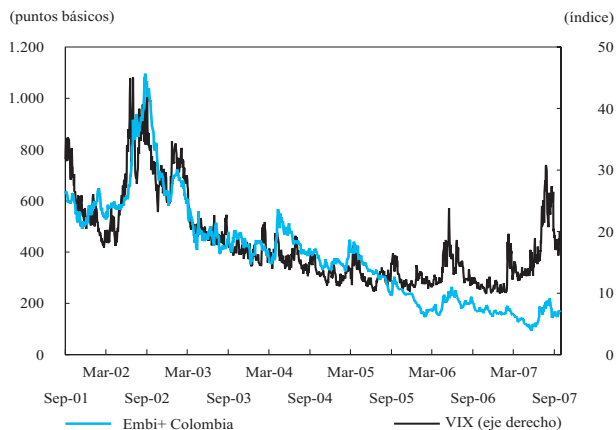
Fuente: Datastream.

Algunos indicadores de riesgo han mostrado cierta estabilidad e, incluso, se han reducido; sin embargo, ninguno de ellos ha retornado a los niveles bajos observados antes de la crisis. Las primas de riesgo-país, al igual que el VIX (índice de volatilidad del mercado estadounidense) se estabilizaron en niveles levemente menores a los observados durante el núcleo de la crisis en el mes de septiembre. Simultáneamente, el *spread* de los bonos corporativos (*high yield bonds*) de los Estados Unidos dejó de subir, pero se mantiene en niveles relativamente altos (Gráfico 20).

<sup>3</sup> A finales de octubre, en momentos cuando se realizaba este informe, la Fed decidió reducir sus tasas de interés de referencia una vez más en 25 pb adicionales, ubicándolas en 4,5%.

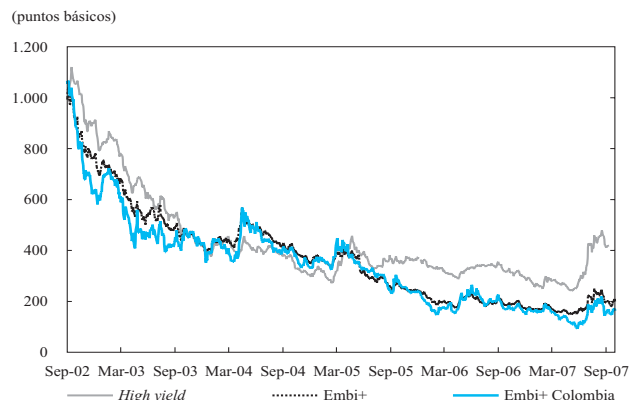
GRÁFICO 20

ÍNDICE DE AVERSIÓN AL RIESGO (VIX) Y EMBI+ COLOMBIA



Fuente: Bloomberg.

EMBI+ Y SPREAD HIGH YIELD



La volatilidad en las monedas latinoamericanas durante la crisis no fue despreciable, siendo Colombia uno de los países más afectados por la depreciación; no obstante, luego de la decisión de la Fed, la mayoría de las monedas regionales retomaron una tendencia hacia la apreciación (Gráfico 21). Aunque, a pesar de la calma reciente no se descarta que la volatilidad en los mercados financieros pueda resurgir. Además, cabe esperar que en lo que resta del año y durante 2008 la aversión al riesgo por parte los inversionistas se mantenga en niveles superiores a los observados en el primer semestre.

## B. MERCADOS FINANCIEROS

El incremento en las tasas de interés de referencia del Banco de la República, que acumula 325 pb entre abril de 2006 y julio de 2007, junto con las demás medidas de política monetaria implementadas en el primer semestre de este año, han acelerado la trasmisión del canal de crédito. En primer lugar, durante el tercer trimestre se presentó un avance en las tasas de interés nominales y reales, mayor al observado en la primera mitad del año, y a septiembre las tasas reales se ubicaron cerca de sus promedios históricos. Por su parte, el crédito siguió registrando crecimientos más moderados, aunque a un ritmo menor frente al del segundo trimestre, en especial entre agosto y septiembre, cuando la tasa de crecimiento anual de la cartera bruta se estabilizó en 27%. Por el contrario, el crédito de consumo sí presentó un menor crecimiento, incluso en septiembre, pero sigue aumentando a tasas elevadas.

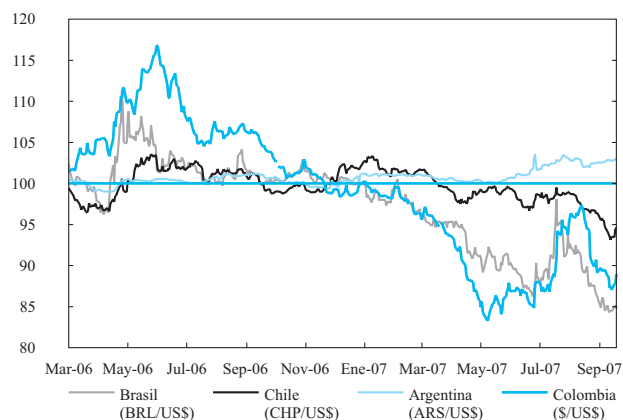
Los datos de finales de septiembre y de principios de octubre muestran que las condiciones en el mercado están dando un nuevo impulso a las captaciones. Esta situación podría mantenerse en los próximos meses, debido a los vencimientos de TES, y al aumento en la preferencia por depósitos líquidos, hecho estacional que se presenta a finales de año. Lo anterior sería probable siempre y cuando se dé un entorno internacional menos volátil.

### 1. Agregados monetarios

La desaceleración de los principales agregados monetarios observada desde finales de 2006, se mantuvo en los meses de julio y agosto, con una interrupción en septiembre (Gráfico 22). En el caso del efectivo, donde esta tendencia ha sido

## TASA DE CAMBIO NOMINAL DE DIFERENTES MONEDAS LATINOAMERICANAS, FRENTE AL DÓLAR

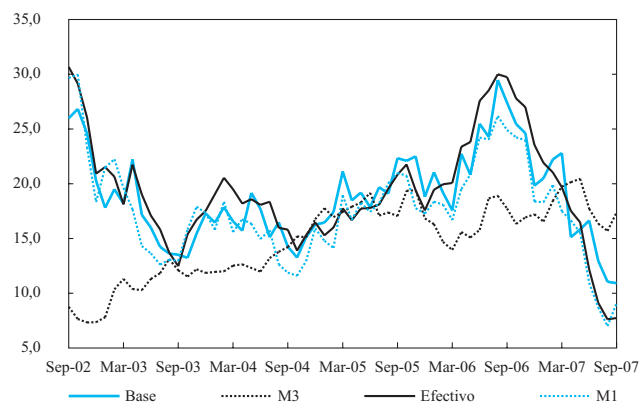
(índice 15 de febrero de 2006 = 100)



Fuente: Datastream.

## AGREGADOS MONETARIOS, CRECIMIENTO ANUAL

(porcentaje)



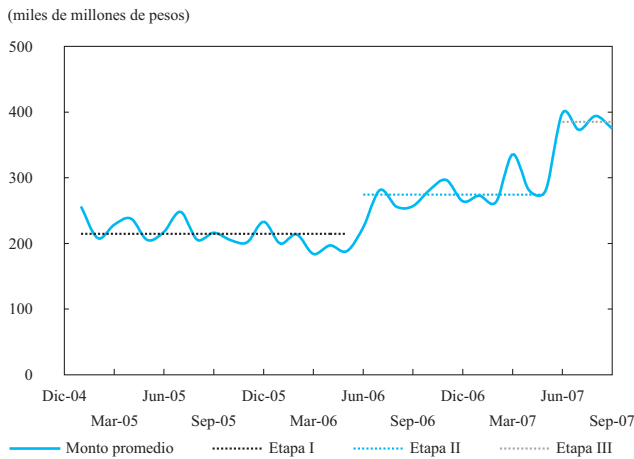
Fuente: Banco de la República.

más marcada y prolongada, el crecimiento nominal disminuyó desde una tasa anual de 30% en agosto de 2006 a sólo 7,6% en igual mes de 2007, y a septiembre de 2007 se ubicó en 8,1%. Este bajo crecimiento del efectivo, inferior al aumento del PIB nominal, puede ser explicado parcialmente por el incremento en las tasas de interés y por el aumento en los costos de transacción financieros.

Los pasivos sujetos a encaje (PSE), que constituyen el otro componente de M3 y que representan las captaciones de las entidades de crédito, crecieron en septiembre a una tasa anual de 18,9%, similar a la observada en junio. En valores, durante el tercer trimestre los PSE aumentaron \$4,2 billones (b), de los cuales \$4,5 b correspondieron a CDT mientras que el resto de PSE disminuyeron \$0,3 b.

GRÁFICO 23

MONTO PROMEDIO MENSUAL DE LOS CDT



Fuente: Banco de la República.

Los CDT generaron el aumento total de las captaciones en el trimestre, cuando en la primera mitad del año su aporte había sido bastante menor (45%). Recientemente el aumento de las captaciones por este instrumento ha sido importante (Gráfico 23), realizado principalmente mediante tesorerías (clientes corporativos), las cuales representaron el 75% de total de las nuevas captaciones. Por su parte, los depósitos de ahorro, que habían sido la fuente principal de recursos en el primer semestre, perdieron importancia durante el tercero.

En la dinámica de captación de los CDT se combinaron factores de oferta y de demanda: por el lado de la oferta el incremento del encaje marginal aumentó el costo de fondeo de los ahorros, frente a

los CDT, estimulando las captaciones mediante estos últimos instrumentos. Por el de la demanda, en esta oportunidad el mercado no contó con una inyección de liquidez por parte del Gobierno, ya que éste mantuvo inalterados sus depósitos en el Banco de la República. Además, la mayor volatilidad internacional tendió a desestimular la demanda por activos internos, por lo menos hasta agosto.

Para los próximos meses es probable que el mercado cuente con una mayor disponibilidad de recursos, diferentes a los brindados por el Banco de la República (repos de expansión), lo que permitiría un comportamiento más equilibrado de las captaciones entre CDT y cuentas de ahorro. Son tres los factores que sustentan esta proyección:

- Para el 9 de noviembre se espera un vencimiento programado de TES por cerca de \$5 b. Es probable que este importante volumen de recursos favorezca una mayor demanda de depósitos de ahorro, al igual que ha ocurrido en el pasado, cuando se presentan grandes vencimientos de TES.

- La estacionalidad de la demanda de depósitos de fin de año favorece la preferencia por los más líquidos, como cuentas de ahorro y corrientes.
- Las medidas tomadas por los bancos centrales de las principales economías del mundo pueden continuar tranquilizando el mercado. En este escenario, el atractivo por los activos financieros de países emergentes en moneda local pueden, al menos, permanecer estables.

Otro factor de incertidumbre en la evolución de los PSE para lo que resta del año será el manejo que haga Ecopetrol del gran volumen de liquidez que recibirá a finales de noviembre por cuenta de la venta de sus acciones, realizada en septiembre<sup>4</sup>.

## 2. El crédito total

Desde abril de 2007 el crédito total empezó a presentar menores tasas de crecimiento, tendencia que se mantuvo hasta agosto. A septiembre la tasa de incremento anual de dicha cartera se situó en 27%, igual al registro del mes anterior. Con respecto a junio la reducción en la tasa anual de crecimiento fue de 5,0 pp (Gráfico 24).

Las variaciones mensuales anualizadas de la serie desestacionalizadas<sup>5</sup> de la cartera bruta y el crecimiento promedio móvil de tres meses de la misma variable indican que la moderación del crédito se habría interrumpido desde finales del segundo trimestre (Gráfico 25). De mantenerse esta situación es posible que el grueso de la desaceleración del crédito ya haya pasado, y en lo que resta del año pueda sostener crecimientos anuales superiores al 20%.

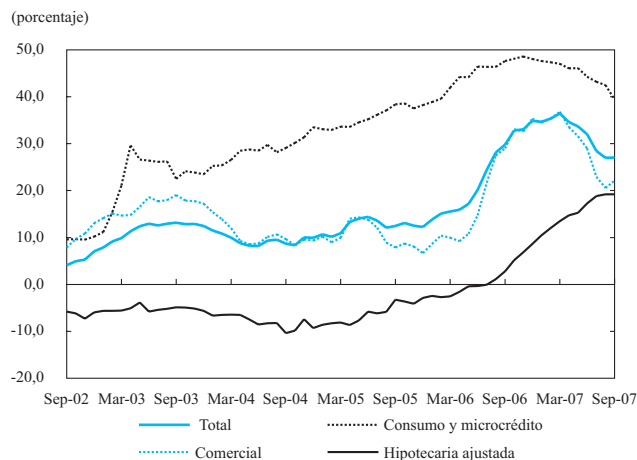
Como se ha señalado en informes anteriores, el impulso que recibió el crédito a mediados del año pasado fue, en buena parte, consecuencia de una recomposición de los activos de las entidades financieras de TES hacia cartera. En meses recientes esta estrategia de

<sup>4</sup> En septiembre Ecopetrol vendió acciones por un equivalente al 10% de su patrimonio, esto es, por un valor de \$5,7 b, de los cuales sólo ha recibido 15%. Parte del 85% restante lo captará en noviembre y el resto en doce cuotas mensuales iguales, con la opción de pagos anticipados. La opción de crédito aplica solamente para los compradores de paquetes de acciones menores a \$70 m.

<sup>5</sup> Primero se desestacionaliza la cartera bruta total y, posteriormente, se calcula la variación mensual anualizada.

GRÁFICO 24

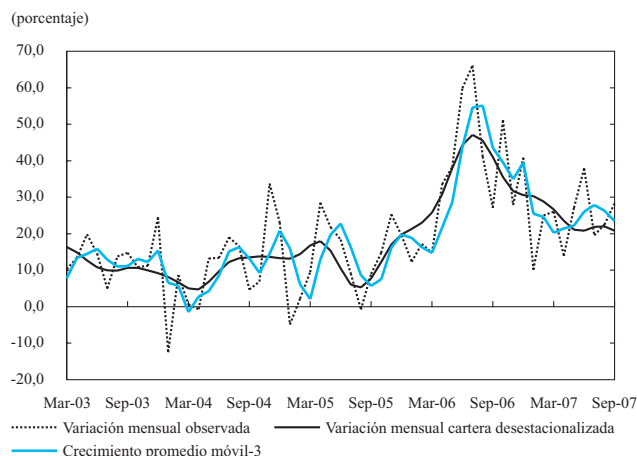
### CRECIMIENTO ANUAL DE LA CARTERA BRUTA TOTAL



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 25

### CARTERA BRUTA: VARIACIONES MENSUALES Y PROMEDIO MÓVIL



Fuente: Banco de la República.

*Una parte importante de los TES que vencen en noviembre y diciembre está en poder del sistema financiero.*

rebalanceo en favor de la cartera y en contra de las inversiones perdió importancia, favoreciendo la moderación del crédito. Sin embargo, no se descarta que en lo que resta del año reciba un nuevo impulso, pues una parte importante de los TES que vencen en noviembre y diciembre están en poder de las entidades bancarias.

Así las cosas, es probable que en lo que resta del año la expansión del crédito continúe siendo alta en relación con el actual dinamismo de la economía, y pueda generar mayores presiones de demanda. Como resultado, la profundización financiera (crédito/PIB) continuará recuperándose y se acercará aún más a los valores observados a mediados de los años noventa.

### **3. El crédito por destino**

Por destino de los recursos se destaca el comportamiento de la cartera de consumo, la cual continúa exhibiendo la mayor tasa de crecimiento anual (39,4% en septiembre), aunque presenta una lenta tendencia decreciente. Por su parte, la cartera comercial, que se desaceleró durante julio y agosto, tuvo un repunte en septiembre, cuando su crecimiento anual fue de 22,2% frente al 20,5% de agosto y el 29% de junio. Respecto a la cartera hipotecaria ajustada, en los dos últimos meses dejó de acelerarse, manteniendo un ritmo de crecimiento anual del 19% (Gráfico 24).

Analizando la participación de los diferentes tipos de cartera en el flujo total de moneda local, en lo corrido del año pueden reconocerse dos períodos:

- El primero, hasta mayo, cuando primó el crédito de consumo, con una participación del 59,5% en la variación de la cartera total. Le siguen los créditos comercial (con 29,3%) e hipotecario (con 11,2%). El aumento de la cartera total en los primeros cinco meses del año fue de \$7,1 b.
- El segundo, de junio a septiembre, cuando el crédito comercial volvió a ganar importancia, con una participación de 52,5% en la variación total, tal como había sido tradicional en el pasado. Igualmente, se encuentran los créditos de consumo (con 38,6%) e hipotecario (con 8,9%). Todo el monto del incremento del crédito total durante este período fue de \$7,9 b.

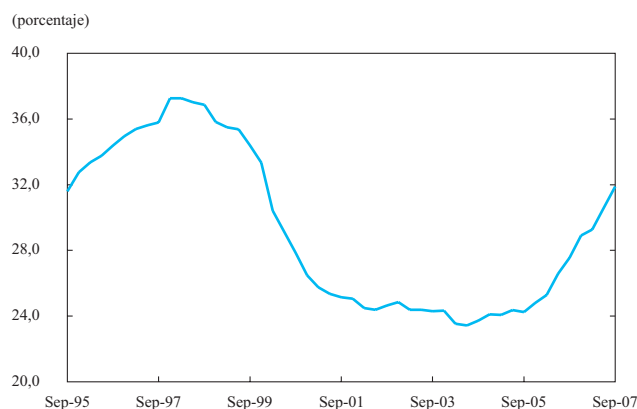
En conclusión, cuando se observa el crédito a los hogares, definido como la suma de las carteras de consumo e hipotecaria, se aprecia cómo su participación en la nueva cartera colocada disminuyó entre el primer y el segundo períodos de 70,7% a 47,5%.

Junto a lo anterior se debe tener en cuenta que los indicadores de profundización financiera, medidos como cartera sobre PIB, indican que tanto la de consumo como la comercial se encuentran en tasas históricamente altas, y la hipotecaria todavía presenta niveles bajos (Gráfico 26).

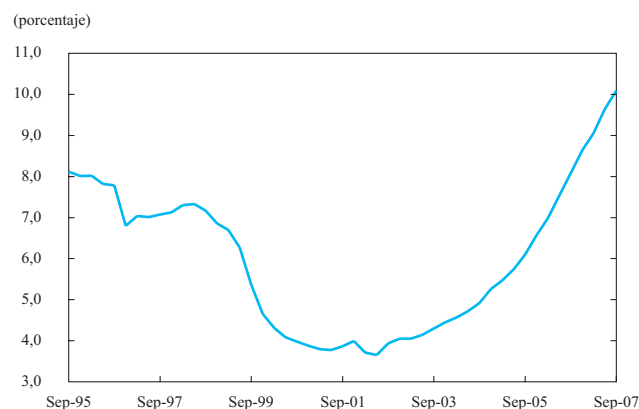
*La cartera de consumo se ha desacelerado pero aún crece a tasas altas.*

## CARTERA/PIB (TRIMESTRAL)

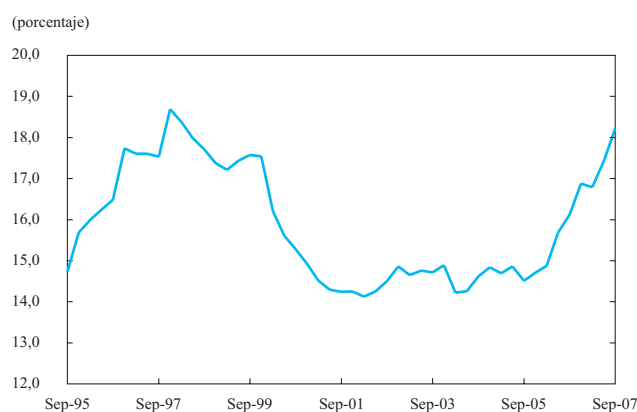
## A. CARTERA TOTAL/PIB



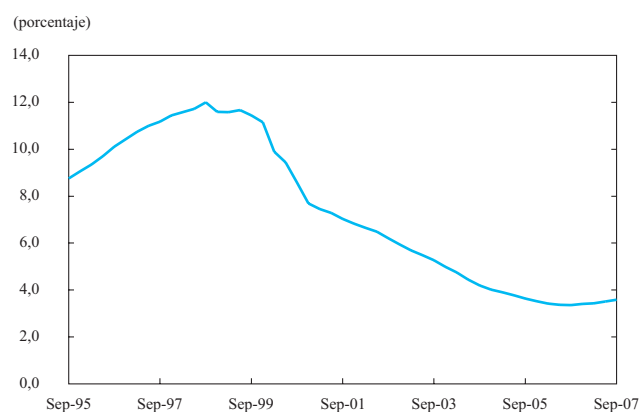
## B. CARTERA DE CONSUMO/PIB



## C. CARTERA COMERCIAL/PIB



## D. CARTERA HIPOTECARIA/PIB



Fuente: Banco de la República.

Finalmente, un hecho que vale la pena resaltar, y sobre el cual el más reciente *Reporte de Estabilidad Financiera* llamó la atención, es el actual deterioro de la calidad de la cartera que empezó a acompañar la expansión del crédito de consumo. Cuando en este tipo de crédito se observan las carteras vencida y en riesgo como porcentaje de la total, se encuentra que ambas han aumentado en lo corrido del año entre 1 pp y 2 pp.

#### 4. Tasas de interés

Desde el 26 de abril de 2006, cuando se iniciaron los aumentos en las tasas de interés de referencia, hasta el 27 de julio de 2007 la Junta Directiva del Banco de la República realizó trece ajustes de 25 pb cada uno, acumulando 325 pb de incremento. A partir de esta fecha y hasta comienzos de octubre no se habían efectuado nuevos aumentos. La tasa interbancaria (TIB), por su parte, se mantuvo muy



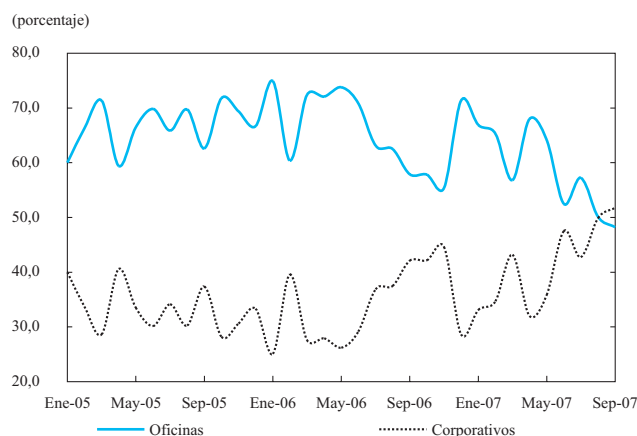
cerca de las tasas de expansión durante el tercer trimestre, ubicándose en 9,24% en septiembre.

Los incrementos en las tasas de interés de repos de expansión, junto con las demás medidas de política monetaria implementadas durante el primer semestre, contribuyeron para que entre junio y septiembre las tasas nominales activas y pasivas presentaran mayores alzas, con respecto a las registradas en el segundo trimestre. Así, se observó una aceleración en el mecanismo de transmisión de tasas, tal como se había anticipado en el informe de junio.

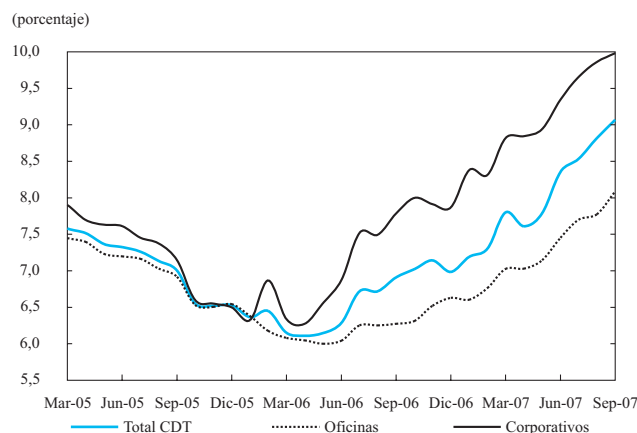
Durante el trimestre el aumento de las tasas se dio con mayor celeridad en las de crédito, por lo que el margen frente a las de captación se amplió. La tasa agregada de colocación<sup>6</sup> fue superior en 151 pb, siendo el mayor incremento para un trimestre desde que se inició la política de normalización monetaria. Por su parte, el aumento de la tasa de captación de CDT en el mismo período fue de 72 pb —el segundo mayor incremento desde abril del año pasado—.

GRÁFICO 27

**CDT, PARTICIPACIÓN MENSUAL DE OFICINAS Y CORPORATIVOS**



**TASA MENSUAL CDT TOTAL, OFICINAS Y CORPORATIVOS**



Fuente: cálculos del Banco de la República.

Parte del aumento en las tasas de CDT a septiembre (9,1%) se debe a un efecto de recomposición de captaciones por origen de los recursos. Como se mencionó, las captaciones de clientes corporativos (tesorería) ganaron importancia, a tal punto que en septiembre superaron a las efectuadas por la red de oficinas. Ello tiende a aumentar la tasa promedio de los CDT, ya que el margen entre estos dos orígenes de captación se ha ampliado, y a septiembre la tasa de interés por tesorería superaba en 200 pb a la ofrecida en la red de oficinas (Gráfico 27). Sin embargo, en las primeras semanas de octubre esta tendencia se estaba revirtiendo, lo cual producía un leve descenso en la tasa CDT medidas a partir de la DTF. A esa fecha las tasas de interés otorgadas a los diferentes segmentos de la clientela no se habían modificado.

Por tipo de crédito se destaca el alza en las tasas de consumo, con 249 pb en el trimestre y 36 pb en septiembre, seguida por la tasa para crédito preferencial, con 139 pb y 35 pb, en el mismo orden. El aumento de las tasas de crédito ordinario en el trimestre fue menor (75 pb), y en su mayor parte se concentró en septiembre (43 pb). La tasa para el crédito hipotecario fue la que menos aumentó durante el trimestre (35 pb), y además presentó un descenso de 6 pb en septiembre (Cuadro 8).

<sup>6</sup> La metodología Banco de la República incluye las tasas de los créditos de consumo, ordinario, preferencial y de tesorería, reduciendo la ponderación de éste último a 1/5 de su total, dada su mayor rotación.

TASAS DE INTERÉS NOMINAL

	Abr-06	Dic-06	Jun-07	Sep-07	Variación		
					Mensual	Trimestral	abr-06 a sep-07
<b>Tasas de captación</b>							
Ahorro ordinario	3,60	3,92	4,62	4,93	0,19	0,31	1,33
CDT	6,15	6,98	8,35	9,07	0,25	0,72	2,92
DTF	5,93	6,75	8,02	8,89	0,35	0,87	2,96
<b>Tasas de colocación</b>							
Tasa colocación del BR	12,94	13,04	15,33	16,84	0,42	1,51	3,91
Consumo	21,14	19,57	21,85	24,34	0,36	2,49	3,20
Ordinario	15,36	14,24	16,88	17,63	0,43	0,75	2,26
Hipotecaria	13,88	13,02	15,26	15,61	(0,06)	0,35	1,73
Preferencial	8,73	10,22	12,29	13,68	0,35	1,39	4,95
Tesorería	7,68	9,58	11,77	12,76	0,09	0,99	5,08
<b>TIB</b>	5,89	7,36	8,83	9,25	0,01	0,42	3,36
<b>Subasta de expansión</b>	6,00	7,36	8,87	9,25	0,00	0,38	3,25
<b>Tasa de usura</b>	25,13	22,61	25,12	28,51	0,00	3,39	3,39

Fuente: Banco de la República.

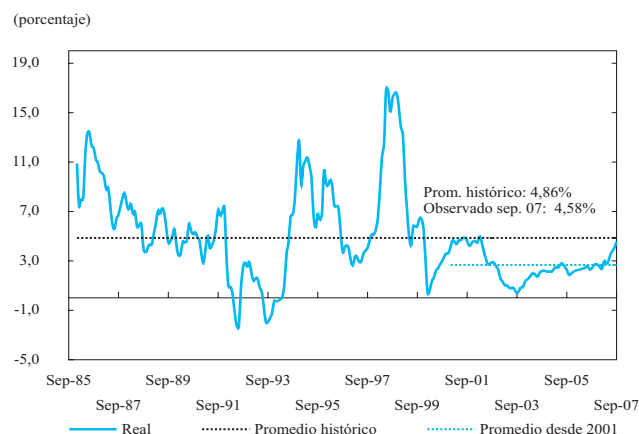
El efecto combinado del aumento en las tasas nominales y la disminución de la inflación arrojó un claro ascenso de las tasas reales durante todo el tercer trimestre. A septiembre, la tasa DTF se ubicó en 4,6% y la promedio de colocación en 12,2%; así, estas tasas se encuentran a sólo 28 pb y 36 pb de alcanzar sus promedios históricos respectivos (calculados desde mediados de los años ochenta), y ya están por arriba del promedio de la presente década en 191 pb y en 252 pb, respectivamente (Gráfico 28).

Por tipo de crédito, las tasas reales de interés (deflactadas con el IPC sin alimentos) preferenciales y de tesorería se situaron a septiembre en 9,2% y 8,3%, respectivamente, y ya superan a sus promedios históricos (126 pb y 141 pb)<sup>7</sup>. La tasa de crédito comercial, ubicada en 13,0%, también es levemente superior a su promedio; mientras que la real para crédito de consumo (19,4%) es la única que se encuentra por debajo del promedio histórico, aunque ya iguala el de la presente década. Sin embargo, es factible que en los próximos meses la tasa real de consumo alcance o supere la

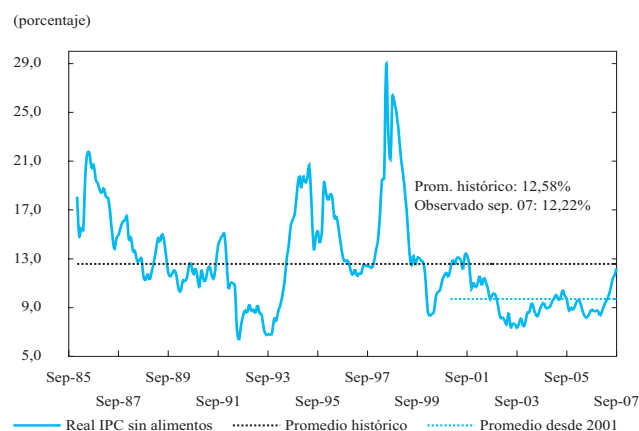
<sup>7</sup> El promedio histórico se calculó desde marzo de 1998, desde cuando se tienen datos según la clasificación de crédito de tesorería, preferencial, ordinario y de consumo.

GRÁFICO 28

TASA DE INTERÉS DTF REAL (IPC SIN ALIMENTOS)



TASA DE INTERÉS ACTIVA REAL (IPC SIN ALIMENTOS)



Fuente: cálculos del Banco de la República.

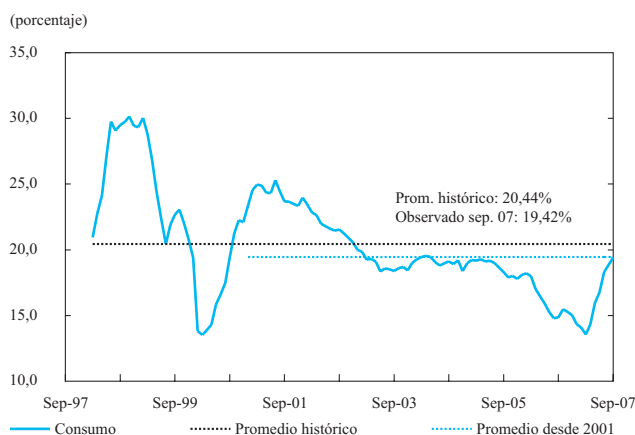
tasa promedio histórica si se tienen en cuenta los aumentos recientes en los topes de la tasa de usura (Gráfico 29).

En conclusión, es posible que el efecto conjunto del incremento en las tasas de interés de referencia y el de las demás medidas de política monetaria implementadas durante el primer semestre, ya se haya reflejado en gran parte sobre las tasas activas y pasivas. Por tales motivos, en los próximos meses no se esperan aumentos significativos en las tasas de interés reales (deflactadas con el IPC sin alimentos), debido a las anteriores medidas de política monetaria. Adicionalmente, como se expone adelante, no se proyectan caídas importantes en la inflación sin alimentos. Por modalidad, la tasa de interés de consumo sí puede registrar alzas, dado el incremento en las tasas de usura y la relación estrecha que guardan estas dos tasas.

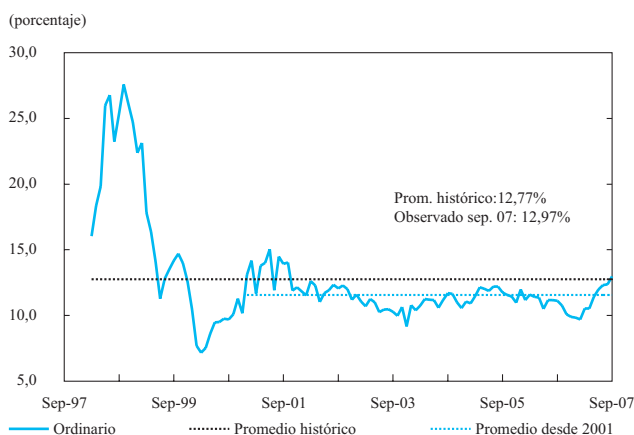
GRÁFICO 29

TASAS DE INTERÉS REALES <sup>a/</sup>

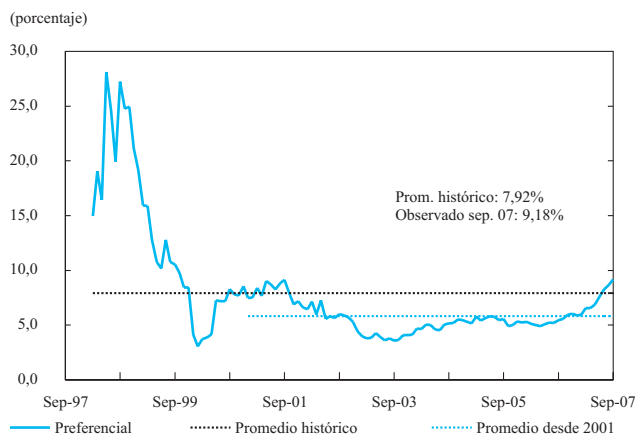
A. CONSUMO



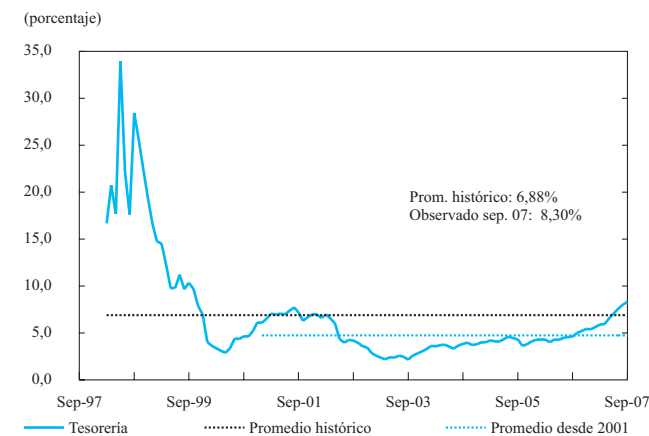
B. ORDINARIO



C. PREFERENCIAL



D. TESORERÍA



a/ Series deflactadas por el IPC sin alimentos.  
Fuente: Banco de la República.

### III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

**La evolución de la situación externa y su impacto sobre la economía colombiana** continúan siendo inciertos. Este informe supone que la crisis en los mercados financieros tendrá pocas repercusiones en los términos de intercambio y en los flujos de capital.

**El crecimiento en Colombia se moderará en la segunda mitad del presente año** y durante 2008. La economía se encamina hacia un aterrizaje suave que permitirá contener las presiones inflacionarias. Aun así, para 2007 la dinámica de crecimiento será similar a la de 2006, aunque con un mayor aporte del consumo privado.

**En 2007 la inflación básica, medida a través de la inflación sin alimentos,** se situará dentro del rango meta. En 2008 la inflación converge hacia las metas de largo plazo. La política monetaria contribuirá a reducir las presiones de demanda.

**Para 2008 pueden presentarse algunas presiones alcistas** por cuenta de los precios internacionales del petróleo y de los alimentos. Las expectativas de inflación son todavía un riesgo para la estabilidad futura de los precios.

#### A. CONTEXTO INTERNACIONAL

La crisis financiera que se desató durante el tercer trimestre y el menor crecimiento de la economía estadounidense desde mediados 2006 no habían impactado aún negativamente el ritmo de actividad económica mundial. La zona del euro y Japón continúan creciendo a un ritmo sólido, aunque menor que el registrado en el primer semestre; mientras que las economías emergentes mantienen un importante dinamismo, con China e India a la cabeza. Los precios de los *commodities* repuntaron en meses recientes, destacándose el aumento del precio del petróleo. Esta situación ha aumentado los riesgos de mayor inflación mundial hacia el futuro.

*Se espera una reducción  
en el ritmo de  
crecimiento de los  
Estados Unidos en los  
próximos trimestres.*

Para los próximos trimestres se espera que la economía estadounidense se desacelere<sup>8</sup>. Los indicadores más recientes siguen mostrando un importante deterioro del mercado de vivienda: los cambios en los permisos de construcción, iniciación de casas y ventas continúan siendo negativos, y los incumplimientos de pagos hipotecarios siguen en aumento. Adicionalmente, la menor demanda por vivienda podría conducir a una caída mayor de sus precios en el futuro, lo cual tendría un impacto importante en la riqueza de los hogares y, finalmente, en el consumo. En este sentido, se espera que el consumo de los hogares también se modere, aunque debería continuar en terreno positivo. Todo ello sugiere que el mercado de vivienda afectaría negativamente el crecimiento de los Estados Unidos en los próximos doce meses. Un factor que podría contrarrestar parcialmente esta tendencia sería la demanda externa, que ha venido acelerándose en los meses recientes, gracias al debilitamiento del dólar frente a la mayoría de monedas. Dado lo anterior, para este año se espera un crecimiento de 2,0% y uno de 2,4% para 2008 (según *Consensus Forecast*), el cual es menor que lo esperado hace tres meses (Cuadro 9).

<sup>8</sup> Al momento de realizarse este informe se conoció la cifra preliminar del crecimiento para el tercer trimestre (3,9% trimestral anualizado), el cual estuvo por encima de lo esperado por el mercado. Sin embargo, la desaceleración de la inversión residencial fue mayor que la registrada en los trimestres anteriores, lo que puede comprometer el crecimiento futuro de esta economía.

#### CUADRO 9

##### PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO PARA LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES <sup>AV</sup> (PORCENTAJE)

	Observado 2006	Pronósticos para			
		2007, a:		2008, a:	
		Oct-07	Jul-07	Oct-07	Jul-07
<b>Principales socios</b>					
Estados Unidos (Consensus)	3,3	2,0	2,1	2,4	2,9
Estados Unidos (Bop)	3,3	1,9	2,2	2,0	2,8
Zona del euro	2,7	2,6	2,7	2,2	2,3
Ecuador	4,5	2,4	3,3	2,4	3,0
Venezuela	9,8	8,2	7,0	4,5	3,8
<b>Otros socios</b>					
Japón	2,4	2,3	2,3	2,1	2,2
China	10,5	11,3	10,4	10,6	9,8
Perú	7,2	7,5	7,0	6,4	5,9
México	4,7	2,9	3,1	3,4	3,6
Chile	4,3	5,9	5,7	5,2	5,2
Argentina	8,4	7,6	7,6	5,4	5,8
Brasil	2,8	4,8	4,2	4,5	4,2
Bolivia	4,1	4,3	4,5	4,3	4,1
Países desarrollados	3,1	2,1	2,2	2,3	2,8
Países en desarrollo	7,0	6,0	5,6	4,4	4,2
<b>Total socios comerciales</b>	<b>4,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>3,3</b>

Fuente: Datastream-Consensus.

*Las economías de Japón y la zona del euro continuarán expandiéndose en 2008, aunque a menor ritmo que en 2007.*

Los indicadores más recientes de confianza del consumidor y de expectativas sobre los negocios para la zona del euro sugieren que la dinámica continuará siendo saludable, aunque menor que la registrada en los primeros trimestres<sup>9</sup>; así, los pronósticos de crecimiento son de 2,6% para 2007 y de 2,2% para 2008, similares a los proyectados en el informe de junio. Algo parecido sucede en Japón, cuyo crecimiento se estima en 2,3% para este año y en 2,1% para el próximo (Cuadro 9). El retroceso que se observó en este último país durante el segundo trimestre (-1,2% de crecimiento trimestral anualizado) se atribuye a factores transitorios que no se repetirían en la segunda mitad del año. A pesar de lo anterior, en este informe ha aumentado el riesgo de un menor ritmo de crecimiento en ambas economías, dada las apreciaciones registradas y esperadas del yen y del euro frente al dólar, junto con la posible desaceleración de la economía estadounidense.

Como se señaló en capítulo II de este informe, la volatilidad observada recientemente en los mercados financieros, y los peligros que esto genera para la estabilidad de la economía de los Estados Unidos y de otros países desarrollados, llevó a sus autoridades monetarias a reducir sus tasas de interés en 50 pb. En este informe se espera que la Fed sólo realice una reducción adicional de sus tasas de interés en lo que resta del año<sup>10</sup>. En la zona del euro no se proyectan aumentos en las tasas de interés de intervención del banco central a pesar del repunte reciente en la inflación; incluso, para Japón tampoco se esperan ajustes. Cabe señalar que las tasas de interés de mercado (*libor*) de estas economías son hoy en día más altas frente a las observadas antes de la crisis de agosto y septiembre, por lo que el esfuerzo desde la política monetaria tiende a ser menor.

Durante el tercer trimestre el crecimiento mundial siguió impulsado por las economías emergentes, con China e India a la cabeza. En particular, el desempeño de la economía china ha superado las expectativas del mercado, a pesar de las continuas medidas para reducir la liquidez y controlar la inflación. Para el tercer trimestre tal economía creció 11,5%, y se espera que dicha dinámica se mantenga en los próximos trimestres, gracias a lo cual el crecimiento proyectado para este año sea de 11,3% y para el próximo de 10,6%. Es muy probable que las autoridades monetarias de ese país continúen aumentando sus tasas de interés, dadas las fuertes presiones inflacionarias observadas recientemente.

Para las economías latinoamericanas el panorama es todavía alentador. Las proyecciones de crecimiento para Brasil, Chile y Perú mejoraron frente a lo esperado hace tres meses. El desempeño de los principales socios comerciales de Colombia es menos claro: el crecimiento pronosticado para Venezuela es de 8,2% para este año, y un poco menor para el próximo. Las proyecciones para Ecuador se han venido revisando a la baja, como resultado de caídas recientes en el consumo de

---

<sup>9</sup> Para el segundo trimestre del año la zona del euro presentó un crecimiento de 1,4%.

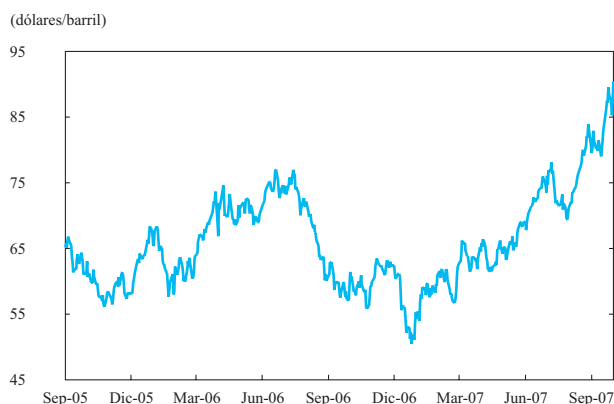
<sup>10</sup> Al momento de realizarse este informe la Fed decidió reducir su tasa de interés de referencia en 25 pb adicionales, ubicándola de esta manera en 4,5%.

su gobierno, en la inversión privada y en las exportaciones. Para los próximos años el riesgo de menor crecimiento en estas dos últimas economías no es despreciable, dado que dependen de los precios del petróleo.

La fortaleza de la demanda mundial, sumada a diversos problemas de oferta, han presionado los precios de los bienes básicos a niveles históricos: el caso más claro es del petróleo, cuyo monto superaba los US\$90 por barril para mediados de octubre (Gráfico 30). Si bien la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) anunció recientemente un aumento de la oferta, estos esfuerzos adicionales arrojan resultados limitados en los precios, puesto que los excesos de capacidad productiva son reducidos. Lo anterior hace que el mercado sea más vulnerable a problemas de carácter geopolítico, como el reciente conflicto entre Iraq y Turquía.

GRÁFICO 30

PRECIO DEL PETRÓLEO (WTI),  
BOLSA DE NUEVA YORK



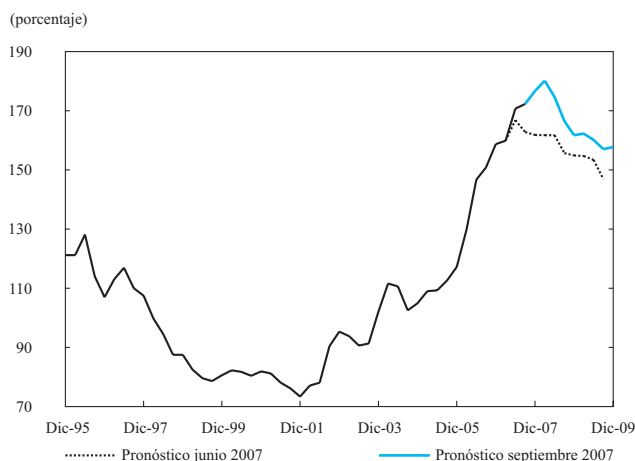
Fuente: Bloomberg.

En vista de lo anterior, las proyecciones del precio del petróleo han aumentado frente al trimestre anterior. En este informe se espera un precio promedio para el West Texas Intermediate (WTI) de US\$70 por barril en 2007 y de US\$74,8 para 2008, cuando en el reporte de junio los pronósticos para el promedio de 2007 y de 2008 eran US\$66 y US\$67,8; sin embargo, conviene advertir que el alto precio del petróleo registrado en las tres primeras semanas de octubre puede indicar niveles más altos para el resto del año y para 2008.

En el caso de los precios de los demás *commodities* los pronósticos también aumentaron de manera importante en comparación con lo esperado hace tres meses. Según *The Economist Intelligence Unit* (EIU), para 2007 los precios de los *commodities* sin energía crecerían 15,9%, con una caída un poco más pronunciada para finales de 2008 (Gráfico 31). Para los precios de los alimentos en 2007 estarían en torno del 15%, y para 2008 se aguarda un aumento adicional de 3%.

GRÁFICO 31

ÍNDICE DE PRECIOS DEL TOTAL DE COMMODITIES  
SIN PETRÓLEO (WCF)



Fuente: The Economist Intelligence Unit.

En el caso de los principales bienes de exportación colombianos las proyecciones tanto de este como del próximo año presentaron aumentos importantes; lo cual es especialmente claro para el caso del café y del petróleo (Cuadro 10).

En resumen, en nuestro escenario central estamos mejorando las proyecciones de los términos de intercambio frente al informe anterior, y además mantenemos las previsiones sobre una demanda mundial aún dinámica. Esto en el contexto de una política monetaria un poco más laxa por parte de la Fed, es decir, con menores tasas de interés. Aunque se considera que la

## PRECIOS INTERNACIONALES

	2005	2006	Proyección actual <sup>a/</sup>		Proyección anterior <sup>b/</sup>	
			2007	2008	2007	2008
Café ( <i>ex dock</i> ) (dólares por libra)	1,2	1,2	1,2	1,0	1,2	0,9
Petróleo (dólares por barril)	49,8	58,3	59,0	68,3	54,1	61,4
Carbón (dólares por tonelada)	47,8	48,0	53,2	50,5	51,5	49,1
Ferróniquel (dólares por libra)	2,4	3,6	6,0	4,3	6,6	4,3
Oro (dólares por onza <i>troy</i> )	445,0	604,6	658,3	685,3	655,3	690,3

a/ Balanza de pagos estimada en septiembre de 2007.

b/ Balanza de pagos estimada en julio de 2007.

Fuente: Banco de la República.

turbulencia financiera que golpeó a los mercados mundiales en septiembre no será superada rápidamente, tampoco se prevé que esta situación reduzca significativamente el crecimiento mundial y de nuestros principales socios comerciales. De todos modos, se estima que los mercados financieros enfrentarán un escenario más incierto, por lo que las primas de riesgo país y otros indicadores de aversión al riesgo continuarán en niveles relativamente altos, comparados con el pasado reciente. A pesar de todo ello no se prevén cambios importantes en los flujos de capital de largo plazo para las economías emergentes, incluida Colombia.

El escenario central presenta riesgos que han cobrado importancia frente a lo considerado en reportes anteriores. El principal se relaciona con la posibilidad de un debilitamiento más pronunciado de la economía de los Estados Unidos como consecuencia de su crisis financiera. Algunos analistas asignan a este escenario una probabilidad de entre 20% y 50%. Ello implicaría una mayor reducción en las proyecciones de crecimiento mundial y de los términos de intercambio, así como un incremento adicional en las primas de riesgo. Una segunda amenaza está en una menor demanda venezolana por nuestros productos de exportación inferior a la prevista, ante una eventual destorcida del precio del petróleo y/o una depreciación del bolívar frente al peso, entre otras razones. Este riesgo es cada vez más evidente dada la creciente participación de dicho mercado en nuestro comercio internacional.

## B. BALANZA DE PAGOS EN 2007

En este informe se dio una mejoría en el contexto externo para Colombia, atribuido a un aumento en los precios internacionales de los productos básicos que exporta el país y a mayores pronósticos de crecimiento de nuestros principales socios comerciales en 2007. Ambos factores influyen en las proyecciones de los principales rubros de la balanza de pagos; de esta forma, el déficit en cuenta corriente esperado para el año es de US\$6.703 m (3,9% del PIB anual), algo menor a lo estimado en junio (US\$6.610 m, que equivalía a 4% del anterior dato del PIB).

*Para 2007 se revisaron los pronósticos de términos de intercambio y de crecimiento para los socios comerciales de Colombia.*



*Aumentó el pronóstico del ingreso por exportaciones para 2007.*

Pese a la menor demanda por parte de los Estados Unidos, los mejores términos de intercambio, sumados a una mayor demanda de productos colombianos por parte de Venezuela, aumentaron las proyecciones en dólares de las exportaciones colombianas frente a lo estimado en junio. Paralelamente, se prevé una desaceleración en el ritmo de crecimiento de las importaciones en dólares durante la segunda mitad del año, el cual estaría asociado con un menor dinamismo esperado para la demanda interna (como se discute más adelante).

Por el lado de la cuenta de capitales, la confianza de los inversionistas internacionales en el buen desempeño de la economía colombiana permite suponer que los ingresos de recursos del exterior, en forma de inversión directa para financiar proyectos o para la adquisición de empresas, podrían igualar o superar las magnitudes del año anterior y continuar siendo la principal fuente de financiamiento externo del país.

### C. CRECIMIENTO INTERNO

#### 1. Pronóstico de PIB para 2007

Como se mencionó en las secciones precedentes, las condiciones externas e internas siguen favoreciendo el buen desempeño de la economía colombiana para la segunda mitad del año. En particular, los términos de intercambio han seguido altos e, incluso, han aumentado; además, la economía venezolana continúa demandando fuertemente nuestras exportaciones no tradicionales. A lo anterior se suma la mejoría en las condiciones de empleo y la dinámica del crédito, que aún es amplia, pese al aumento en las tasas de interés y el menor ritmo de crecimiento de los desembolsos.

Aún así, en este informe se prevé que la moderación del crecimiento observada en el segundo trimestre continúe en lo que resta del año, como respuesta al aumento

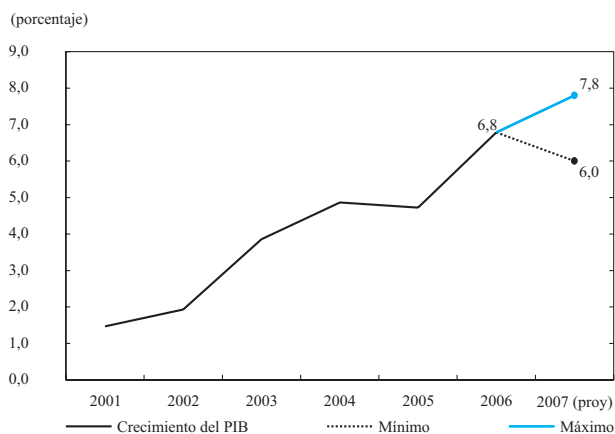
acumulado de las tasas de interés y a las demás medidas tomadas por la JDBR. El escenario central supone que el crecimiento se situará entre 6,0% y 7,8% en 2007 (Gráfico 32), rango que es ligeramente superior al que se contempló en el informe de junio (5,8% a 7,7%).

El Cuadro 11 presenta la descomposición del PIB por el lado de la demanda para una tasa de crecimiento de 6,7%. Los pronósticos muestran que el consumo privado con una tasa de crecimiento de 7,5%, lidera la actividad económica de 2007. La cifra esperada para todo 2007 implica una desaceleración suave del consumo de 8% en el primer semestre a 7% en el segundo.

Son varias las razones que señalan un consumo privado todavía fuerte en la segunda mitad del año. El indicador

GRÁFICO 32

#### CRECIMIENTO ANUAL REAL DEL PIB



(proy) proyectado.  
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

**CRECIMIENTO REAL ANUAL DEL PIB POR TIPO DE GASTO (PORCENTAJE)**

	2003	2004	2005	2006	2007 (proy)
<b>Consumo final</b>	<b>1,7</b>	<b>4,8</b>	<b>4,9</b>	<b>5,5</b>	<b>6,1</b>
Hogares	2,4	6,0	5,0	6,6	7,5
Gobierno	(0,3)	1,1	4,3	2,1	1,5
<b>Formación bruta de capital</b>	<b>14,7</b>	<b>15,6</b>	<b>18,7</b>	<b>26,8</b>	<b>22,6</b>
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	15,4	15,0	18,9	18,1	19,5
FBCF sin obras civiles	15,9	22,0	16,7	18,4	19,0
Obras civiles	14,0	(7,9)	28,7	17,2	21,6
<b>Demanda interna</b>	<b>3,7</b>	<b>6,6</b>	<b>7,4</b>	<b>9,8</b>	<b>9,9</b>
<b>Exportaciones totales</b>	<b>5,7</b>	<b>10,0</b>	<b>7,0</b>	<b>7,8</b>	<b>5,1</b>
<b>Importaciones totales</b>	<b>4,7</b>	<b>19,8</b>	<b>19,9</b>	<b>20,8</b>	<b>18,2</b>
<b>PIB</b>	<b>3,9</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	<b>6,8</b>	<b>6,7</b>

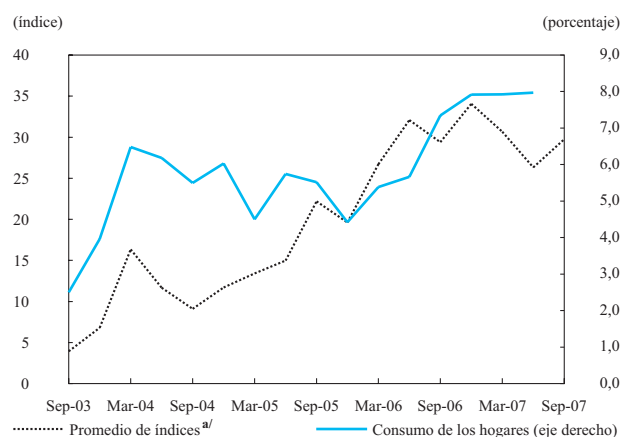
(proy) proyectado.  
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

de confianza de los consumidores, calculado por Fedesarrollo, muestra un nivel alto y estable desde mediados del año pasado y hasta septiembre de 2007; así, el descenso durante el segundo trimestre parece haber sido transitorio (Gráfico 33). Adicionalmente, el aumento del consumo de los hogares ha estado acompañado por una expansión importante en el de bienes durables y semidurables, en parte asociado con un abaratamiento relativo de este tipo de productos por precios internacionales a la baja y por el comportamiento del tipo de cambio. Para lo que resta del año se espera que esta tendencia continúe, lo que permite prever un ritmo de expansión del consumo favorable.

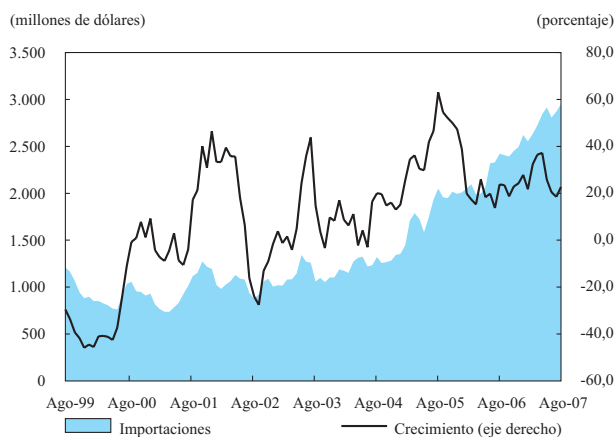
Según los pronósticos, en 2007 la inversión continuará siendo uno de los principales motores del crecimiento de la economía, a pesar de la desaceleración observada al segundo trimestre. Cuando se analizan en detalle los indicadores líderes para este gasto se observa evidencia de alguna moderación en el crecimiento durante el tercer trimestre, principalmente en la inversión de maquinaria y equipo. En particular, las importaciones de bienes de capital muestran una tasa de crecimiento anual del orden del 23% en dólares en el tercer trimestre, inferior a la reportada en la primera mitad del año (37%) (Gráfico 34). Así, para todo 2007 se espera un crecimiento de la formación bruta de capital fijo (FBCF) de 19,5%, cifra inferior a la registrada en la primera mitad del año, lo que supone una desaceleración para el segundo semestre (Cuadro 11). Aun así, la tasa de

GRÁFICO 33

**CONSUMO DE LOS HOGARES Y ENCUESTA DE CONSUMO DE FEDESARROLLO**



a/ Promedio los índices de consumo de Fedesarrollo: índice de confianza del consumidor (ICC), de expectativas de consumo (IEC) y de condiciones económicas (ICE), respectivamente.  
Fuente: Fedesarrollo, cálculos del Banco de la República.

**IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL  
(ÚLTIMOS TRES MESES)**


Fuente: DANE.

expansión de la inversión en Colombia será considerablemente alta para este año, completándose de este modo cinco años de crecimiento superiores al 15%, lo que ha llevado a la relación inversión a PIB a niveles históricamente altos.

Dado que el dinamismo de las importaciones está fuertemente ligado al comportamiento del consumo y de la inversión, se espera que continúen exhibiendo una dinámica expansiva importante para lo que resta del año, aunque menor frente al primer semestre. De esta manera, las importaciones crecerían 18,2% para todo 2007 (Cuadro 11). La desaceleración guarda relación con los crecimientos más moderados previstos para el consumo y la inversión.

En cuanto a las exportaciones, a pesar de que se revisó al alza su proyección en dólares, su crecimiento estimado para 2007 en pesos reales se redujo. El comportamiento de esta última variable para el segundo trimestre fue menor al esperado, explicado principalmente por el debilitamiento de la demanda estadounidense y por el efecto de la apreciación del tipo de cambio sobre las exportaciones de servicios (turismo, principalmente). Así, la proyección para todo 2007 queda en 5,1%, inferior al registrado en 2006 (7,8%).

En síntesis, frente al informe del mes de junio las previsiones de crecimiento para 2007 no se modificaron sustancialmente en el agregado, aunque sí surgió un ligero sesgo al alza, dada la fortaleza que ha exhibido el consumo privado por el lado de la demanda, y por el dinamismo de sectores como la industria, el comercio y el transporte por el lado de la oferta. Las previsiones actuales todavía consideran una reducción en el ritmo de crecimiento a partir del tercer trimestre, y una mayor participación del consumo privado, en contra de las exportaciones.

## 2. Pronóstico de PIB para 2008

En este informe se presentan por primera vez ejercicios de simulación para la dinámica de la economía en 2008, realizados con un modelo de equilibrio general multisectorial. Los resultados dependen, en gran medida, de los escenarios externos y de balanza de pagos que se consideren. De acuerdo con este modelo, el dinamismo de la economía colombiana puede continuar durante el siguiente año, aunque se presentaría una moderación en su ritmo de expansión, lo que permitiría un descenso suave de la misma.

Los principales supuestos en los que se sustentan estos pronósticos son:

1) con los términos de intercambio se espera una caída de los precios internacionales del café del 15%, y de los del resto de productos mineros exportados del

10%, junto con un incremento en la cotización internacional del petróleo (referente para Colombia) del 16%; 2) en el contexto externo se supone una moderación de la inflación mundial, frente al registro de 2007, a niveles de 5%, y una tasa de crecimiento real de la economía mundial y de nuestros principales socios comerciales de entre 3,4% y 3,9%, respectivamente —un poco inferior a lo esperado para 2007—; 3) se prevé un incremento de 1,4% en la extracción de petróleo y de 5,5% en la producción del resto de la minería; 4) la producción cafetera lo haría 3,1%; 5) las remesas de los trabajadores crecerían 8,3% en dólares, lo cual es coherente con un menor crecimiento de la economía de los Estados Unidos, y 6) se supone un aumento real del gasto público de 6,1% y de la inversión pública de 13,6%.

Dados estos supuestos, se pronostica que el PIB podría crecer en 2008 entre 4,5% y 6,5%, lo que implica una moderación con respecto a lo esperado en 2007 y frente a lo registrado en 2006. Esta menor dinámica se explica, principalmente, por unas condiciones externas no tan favorables en 2008, especialmente por un menor crecimiento mundial, y por la normalización de las condiciones monetarias, gracias a las acciones tomadas por la JDBR desde mediados de 2006.

## D. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

### 1. Pronósticos

A continuación se muestran los pronósticos de inflación para los próximos ocho trimestres en un escenario base cuyos principales supuestos fueron presentados en las secciones precedentes de este informe. La senda central de pronóstico contempla una política monetaria activa que se ajusta para garantizar la convergencia de la inflación hacia la meta de largo plazo definida por la Junta Directiva (entre 3% y 4%).

El pronóstico de inflación para finales de 2007 se revisó a la baja en este informe con respecto del presentado en junio. En la actualidad se espera que la inflación total al consumidor cierre el año en 5%, frente a una de 5,3% efectuada anteriormente (Cuadro 12). Las reducciones se concentraron en la inflación de alimentos y en la de transables sin alimentos ni regulados. Por el contrario, el pronóstico para la inflación de regulados aumentó, mientras que el de la inflación de no transables se mantuvo inalterado. De acuerdo con estos pronósticos, la inflación sin alimentos, un indicador de la inflación básica, deberá terminar 2007 en 4,2%, una cifra ligeramente menor a la esperada hace tres meses (4,3%) y dentro del rango meta establecido por la Junta Directiva (entre 3,5% y 4,5%)(Cuadro 12).

El grueso de la disminución en los pronósticos para diciembre del presente año se explicó por alimentos (Cuadro 12). Las cifras de septiembre fueron inferiores a las previsiones del anterior informe, gracias a un comportamiento de los alimentos perecederos y de los precios de la carne y sus sustitutos cercanos mejor que el esperado. La sobrestimación ocurrió a pesar de algunas alzas que se presentaron

*Para 2008 se estima un crecimiento menor que en 2007.*

*El pronóstico de inflación para 2007 se redujo.*

PRÓNOSTICOS DEL MODELO CENTRAL (MMT) <sup>a/</sup>  
(PORCENTAJE)

	Inflación total	Inflación de alimentos	Inflación sin alimentos			Brecha del producto	
			Total	No transables	Transables		Regulados
Mar-07	5,8	8,9	4,4	4,9	2,0	7,5	2,7
Jun-07	6,0	9,6	4,4	5,1	1,8	7,5	2,9
Sep-07	5,0	7,0	4,1	5,6	1,2	5,9	2,6
Dic-07	5,0	6,8	4,2	5,4	1,4	6,1	2,4
Mar-08	4,5	5,0	4,3	5,4	1,2	6,9	2,0
Jun-08	4,2	4,2	4,2	5,4	1,2	7,1	1,4
Sep-08	4,4	5,0	4,1	5,3	1,4	6,0	0,7
Dic-08	4,3	4,9	4,0	5,0	1,7	5,9	0,1
Mar-09	4,0	4,2	3,9	4,9	2,2	4,8	(0,3)
Jun-09	3,9	3,9	3,9	4,6	2,7	4,4	(0,7)
Sep-09	3,9	3,9	3,9	4,3	3,1	4,7	(0,9)

a/ Estos pronósticos se construyen bajo una política monetaria que busca garantizar el cumplimiento de las metas de inflación en el largo plazo.  
Fuente: Banco de la República.

recientemente en varios alimentos procesados —especialmente los de origen importado— como consecuencia de los repuntes en los precios internacionales. Dado lo anterior, los modelos del Banco de la República redujeron sus previsiones de corto plazo, y en la actualidad sugieren que en los próximos tres meses la inflación de alimentos podría presentar una reducción adicional, aunque pequeña frente a los niveles alcanzados durante el tercer trimestre. Así, la inflación de alimentos terminaría 2007 en 6,8%, frente a 7,7% contemplado antes. Los efectos del fenómeno de El Niño ya se extinguieron en el tercer trimestre, y para el cuarto no se anticiparon presiones alcistas por cuenta de choques de oferta.

Otros factores que ayudaron a disminuir los pronósticos para lo que resta de 2007 fueron la apreciación del tipo de cambio en el tercer trimestre y su efecto, mayor que el anticipado, sobre los precios de los bienes transables. Ambos factores redujeron la inflación de la canasta de transables sin alimentos ni regulados entre junio y septiembre un poco más de lo previsto, provocando, también una disminución de las proyecciones para fin de año. En el informe actual para este grupo se espera una inflación en diciembre de 1,4%, frente a 1,7% previsto hace tres meses (Cuadro 12).

No se aguarda una reducción de la inflación al consumidor en los próximos meses, comparada con los resultados observados en septiembre. Por factores estadísticos los modelos del Banco indican que la inflación anual habría llegado a un piso con los resultados del tercer trimestre, y por tanto se mantendría alrededor de 5% hasta fin de año, sin descartarse un repunte transitorio por razones estadísticas en el mes de octubre, sobre todo en la inflación sin alimentos.

Para 2008 la inflación seguirá sometida a presiones alcistas que provienen de los precios de los combustibles y de los precios externos de los alimentos:

*No se descarta un repunte transitorio de la inflación en octubre.*

- En este informe se revisaron hacia arriba los precios de los combustibles para el próximo año, teniendo en cuenta las mayores previsiones para el petróleo. Por una razón similar también se aumentaron los pronósticos para el transporte y los servicios públicos, con lo cual la inflación de regulados esperada a lo largo de 2008 ahora es mayor, frente a la del informe anterior, en cerca de 100 pb. Así, la inflación de regulados se situaría por encima de 6% en todos los meses, aunque con una tendencia decreciente (Cuadro 12).
- La senda de inflación de alimentos también aumentó para el próximo año recogiendo el incremento de los precios internacionales de los meses pasados, y su efecto sobre los alimentos importados y procesados. No obstante, en este informe se supone que las cotizaciones externas ya alcanzaron un punto máximo y que a partir de 2008 retornarían lentamente a sus promedios históricos. Con respecto a alimentos afectados por la demanda externa, no se prevén reajustes muy superiores a las metas del Banco. La inflación de alimentos deberá disminuir en la primera mitad del año por cuenta del ciclo normal de los precios de los perecederos, pero tenderá a aumentar en la segunda mitad del año (Cuadro 12). Los pronósticos no contemplan choques de oferta en 2008.

*Los pronósticos de la inflación de regulados aumentaron para 2008.*

Las tendencias alcistas anteriores seguirían compensadas, en buena parte, por una inflación de transables muy baja (sin alimentos ni regulados), debido a la ausencia de presiones permanentes hacia la depreciación del tipo de cambio en lo que resta de 2007 y durante 2008, y por unos precios favorables para productos industriales importados (Cuadro 12). Estos factores llevaron a revisar a la baja la inflación de esta canasta frente al informe anterior.

Las nuevas proyecciones suponen menores presiones inflacionarias de demanda para 2008, por lo que se espera que la inflación de no transables (sin alimentos ni regulados) se mantenga estable en torno de 5,4% en la primera mitad del año, y disminuya lentamente durante la segunda mitad. Esta tendencia tiene implícita una moderación en el crecimiento del PIB a partir del segundo semestre de 2007 y durante 2008 hacia tasas más acordes con la del crecimiento no inflacionario o potencial de la economía, lo cual permitirá la reducción gradual de la brecha del producto (Cuadro 12). En el informe actual se aumentó el crecimiento potencial estimado, y ahora se considera que estaría entre 5,5% y 6,0%.

Pese a lo anterior, la inflación de no transables finalizaría 2008 por encima de la total, y se mantendría relativamente alta a comienzos de 2009. Esta dinámica tiene en cuenta el hecho de que la política monetaria actúa con un rezago de seis trimestres sobre la inflación.

Con el propósito de recoger las medidas tomadas por la JDBR en materia de encaje marginal, los pronósticos de la brecha y de la inflación de no transables suponen una velocidad de transmisión de la política monetaria sobre las tasas de interés activas mayor que la prevista en informes anteriores. Dichas medidas tienden a aumentar las tasas activas, más que las pasivas, ampliando el margen de

*La inflación de no transables permanecerá en niveles relativamente altos en 2008 y comienzos de 2009.*

*En 2008 el crédito continuaría moderándose a la par con la demanda interna y el PIB.*

intermediación, lo que a su vez puede disminuir el esfuerzo que debe hacer la política monetaria mediante las tasas de interés de política.

Por otro lado, el mecanismo de transmisión normalmente supone un comportamiento del crédito acorde con el crecimiento del PIB. De esta manera, en este informe se supone que en 2008 el aumento del crédito continúa moderándose simultáneamente con la demanda interna y el PIB.

En síntesis, los pronósticos para 2008 no cambiaron significativamente en este informe para la inflación total, aunque este resultado encierra modificaciones para los diferentes componentes que se compensan mutuamente. Se espera que la inflación sin alimentos se reduzca lentamente durante el próximo año y termine el cuarto trimestre en 4,0%, muy similar al pronóstico efectuado en el informe anterior (4,1%). En cuanto a la inflación total al consumidor, ésta seguirá un patrón igual durante la primera mitad del año, pero se estima que puede presentar un ligero repunte en el segundo semestre, el cual es atribuido al comportamiento de los precios de los alimentos perecederos. La cifra prevista para el cuarto trimestre es 4,3%, ligeramente superior al pronóstico anterior (4,1%) (Cuadro 12).

## **2. Riesgos**

El escenario central presentado en las secciones precedentes enfrenta riesgos en ambas direcciones:

Los riesgos al alza:

- Un crecimiento del consumo mayor que el previsto, que podría generar presiones inflacionarias de demanda en los próximos trimestres. El pronóstico central supone una moderación en el ritmo de expansión del consumo de los hogares, que no se ha registrado hasta la fecha. Además, los reportes de ventas del comercio al por menor y de la confianza de los consumidores sugieren que el consumo continúa siendo muy dinámico.
- Aunque los salarios no parecen ser aún fuente de presiones inflacionarias, sí podrían serlo en el futuro, si se tiene en cuenta el rápido crecimiento del empleo y la caída de la tasa de desempleo en los últimos meses, especialmente en sectores urbanos.
- De mantenerse el precio del petróleo por encima de US\$90 por barril (WTI), requerirá reajustes en los precios internos de los combustibles, mayores que los previstos en el escenario central. Ello podría repercutir en los precios del transporte, algo que tampoco se ha considerado plenamente en este informe.
- Los mayores precios del petróleo, a su vez, representan un riesgo alcista sobre los precios de los alimentos importados por el país (cereales y olea-

*El precio del petróleo superior a US\$90 por barril por varios meses podría generar una inflación mayor que la prevista en 2008.*

ginosas, principalmente) por encima de lo contemplado en la senda central de inflación. Como se sabe, los elevados precios del petróleo han producido un incremento importante en la demanda por biocombustibles, lo cual ha afectado los precios de los alimentos.

- Las expectativas de inflación se mantienen por encima de la meta de este año y podrían estancarse en ese nivel si la inflación no cede rápidamente; por esto, hoy en día pueden desempeñar un papel más preponderante en las negociaciones salariales y en el reajuste de muchos precios, frente a años anteriores. Cabe anotar que en el pasado el cumplimiento de la meta ha colaborado de manera importante a la reducción de la inflación; adicionalmente, 2007 podría ser la primera vez desde 1997 cuando la inflación termina el año en un nivel superior al del año precedente.
- Existe el riesgo de que el invierno que afectaba al país hacia finales de octubre terminara golpeando la oferta de alimentos negativamente. Esto podría implicar alzas en los alimentos perecederos para finales de año, mayores que las aquí previstas; sin embargo, como en el pasado, estas alzas serían transitorias.

Los riesgos a la baja son:

- Existe la posibilidad de que los modelos estén subestimando la velocidad de respuesta de la economía ante los ajustes observados en la tasa de interés. La medida tomada hace algunos meses sobre los encajes bancarios podría reforzar la transmisión, al ampliar el margen de intermediación más de lo previsto en este informe. Esto tiende a incrementar el efecto de la política monetaria sobre la economía.
- En la actualidad no se descarta plenamente la existencia de una brecha menor que la estimada para el informe (por ejemplo, como resultado de estar subestimando el papel de la fuerte inversión de los años recientes). En este caso, algunas canastas, en particular la de no transables sin alimentos ni regulados, podrían registrar menores inflaciones para lo que resta de 2007, y sobre todo para 2008, en comparación con lo previsto en la senda central.

Una circunstancia que aumenta de manera importante la incertidumbre que rodea estos pronósticos continúa siendo la inestabilidad que atraviesa el mercado financiero internacional a raíz de la crisis del mercado hipotecario en los Estados Unidos y otros países, y de los problemas que esto ha generado sobre el mercado de derivados financieros. Si estos problemas se acentúan y se extienden a otros segmentos, tal como parecería estar sucediendo en las semanas pasadas, las consecuencias sobre el crecimiento estadounidense y de otros países podrían ser más severas que las contempladas en este informe. En este caso, los efectos sobre la inflación colombiana serían muy complejos y podrían implicar riesgo en ambas direcciones, dependiendo de cuán golpeados resulten la demanda externa, los términos de intercambio, los flujos de capitales y el tipo de cambio.

*Las expectativas de inflación siguen representando un riesgo para el cumplimiento de las metas.*

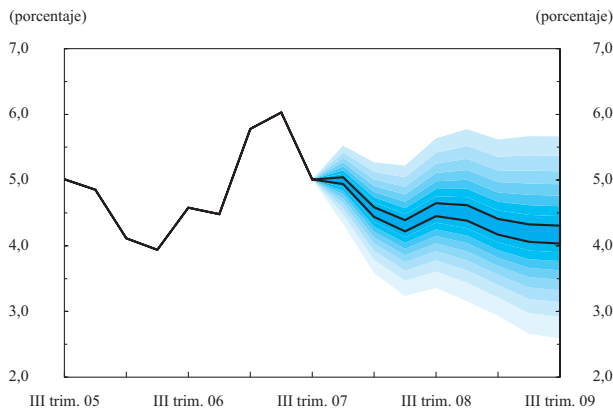
*La incertidumbre ha aumentado por los problemas que enfrentan los mercados financieros mundiales.*



En el Gráfico 35 se presenta el balance de riesgos condensado en el *Fan Chart* y en la tabla de probabilidades anexa, cuyos resultados tienen implícita una política monetaria activa que se ajusta para garantizar el cumplimiento de las metas de inflación de largo plazo. En general, el *Fan Chart* muestra un balance de riesgos sesgado al alza, reproduciendo, en parte, los riesgos mencionados anteriormente. A su vez, se ha introducido una mayor incertidumbre debido a la situación externa.

GRÁFICO 35

DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDADES DEL PRONÓSTICO DE LA INFLACIÓN (*FAN CHART*) <sup>a/</sup>



PROBABILIDAD ACUMULADA AL OBSERVAR UNA INFLACIÓN AL CONSUMIDOR PARA EL RANGO INDICADO

Rangos de inflación (%)	Probabilidad (%)	
	Diciembre 2007	Diciembre 2008
mayor a 5,5	11,0	15,5
menor a 5,5	89,0	84,5
menor a 5,0	50,7	69,9
menor a 4,5	11,1	50,0
menor a 4,0	0,7	28,4
menor a 3,5	0,0	11,5
menor a 3,0	0,0	3,2

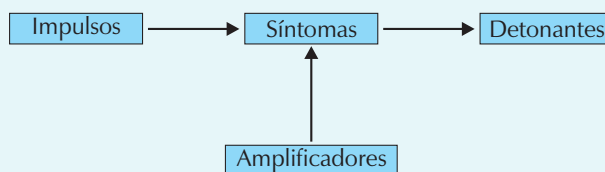
a/ Estos pronósticos se construyen bajo una política monetaria que busca garantizar el cumplimiento de las metas de inflación en el largo plazo. Fuente: cálculos del Banco de la República.

CARACTERIZACIÓN DE LOS CICLOS ECONÓMICOS PARA EL CASO COLOMBIANO\*

Luis Eduardo Arango  
 Fernando Arias  
 Luz Adriana Florez  
 Munir Jalil

En una conferencia reciente el Gerente General del Banco (Uribe, 2007) describió la anatomía de los ciclos económicos como la combinación de impulsos, síntomas, detonantes y amplificadores (Figura R2.1).

FIGURA R2.1  
 ANATOMÍA DE LOS CICLOS ECONÓMICOS



Los impulsos son la fuente generadora de ciclos; los síntomas, datos que revelan las vulnerabilidades; los amplificadores, factores que generan resultados insostenibles a partir de los impulsos favorables, y los detonadores disparan las crisis al exponer dichas vulnerabilidades. En este contexto, el objetivo de este apartado es revisar algunas características asociadas con los ciclos económicos a la luz de la metodología de los ciclos económicos reales (CER) y, a su vez, brindar una primera aproximación a la descripción de los detonantes para el caso colombiano.

La literatura de los CER busca determinar cuánto de las fluctuaciones recurrentes en la actividad económica pueden ser atribuidas a factores reales o a choques de productividad. Para ello, es común obtener el comportamiento cíclico de cada uno de dichos factores (o variables) utilizando un filtro estadístico como el de Hodrick y Prescott (1980), para posteriormente calcular las correlaciones entre la nueva serie obtenida y el ciclo del PIB. De esta forma, se entiende que una serie es procíclica si su correlación contemporánea con el producto es positiva, que es contracíclica si su correlación es negativa, y acíclica si aquella no es significativa. Adicionalmente, una serie es líder si la correlación cruzada con el producto futuro es mayor que la correlación contemporánea.

En este recuadro sólo se presentan aquellas variables que registraron resultados más robustos, es decir las que mostraron coeficientes de correlación mayores a 0,5<sup>1</sup>. En la primera columna del Cuadro R2.1 se clasifica la serie según el coeficiente de correlación encontrado; en la segunda aparece el número de trimestres en los que cada variable lidera el PIB, y en la tercera el signo de la correlación. En este sentido, series como inversión privada y pública, importaciones, consumo, industria, comercio, agregados y cartera presentaron coeficientes de correlación contemporáneos con el ciclo del PIB superiores a

\* Este recuadro es una sección del documento de L. E Arango, F. Arias, L. A. Florez y M. Jalil. “Cronología de los ciclos de negocios recientes en Colombia”, Borradores de Economía, núm. 461, Banco de la República, 2007.

Los autores son, en su orden: investigador principal, pasante de la Unidad de Investigaciones, profesional de la Sección de Inflación, e investigador de la Unidad de Investigaciones. Las opiniones expresadas son responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

<sup>1</sup> El detalle de las series puede verse en Arango *et al*, *op. cit*.

0,5, por lo cual son definidas como procíclicas. Estos resultados coinciden con la evidencia observada a nivel internacional<sup>2</sup>.

Sólo la tasa de desempleo resultó ser contracíclica, lo cual está en línea con lo sugerido por la teoría (e. g. la de ciclos económicos reales). Las únicas variables líderes encontradas fueron el agregado M1 y el consumo público. La primera, lidera el PIB con signo positivo un trimestre, mientras la segunda lo hace once trimestres, pero con signo negativo. Esto último implicaría que un incremento del gasto público genera una caída del PIB once trimestres adelante.

**CUADRO R2.1**  
**REGULARIDADES DE CICLOS EN COLOMBIA**

Variable	Característica	Trimestre	Signo de la correlación cruzada	Evidencia internacional (Arango y Castillo, 1997)
Inversión	Procíclica **	0	Positivo	Procíclica
FBCF privada	Procíclica **	0	Positivo	
FBCF maquinaria y equipo	Procíclica **	0	Positivo	
FBCF pública	Procíclica **	0	Positivo	
Importaciones	Procíclica **	0	Positivo	
Consumo privado	Procíclica ***	0	Positivo	Procíclica
Bienes no durables	Procíclica ***	0	Positivo	Procíclica
Bienes semidurables	Procíclica ***	0	Positivo	Procíclica
Servicios	Procíclica **	0	Positivo	Procíclica
Bienes durables	Procíclica ***	0	Positivo	Procíclica
Consumo público	Líder **	11	Negativo	
Industria	Procíclica ***	0	Positivo	
Comercio	Procíclica ***	0	Positivo	
Transporte y comunicaciones	Procíclica **	0	Positivo	
Tasa de desempleo (siete ciudades)	Contracíclica **	0	Negativo	
IPV usada real	Procíclica **	0	Positivo	
M1	Líder **	1	Positivo	No existe patrón
M3	Procíclica **	0	Positivo	No existe patrón
Cartera total neta	Procíclica **	0	Positivo	

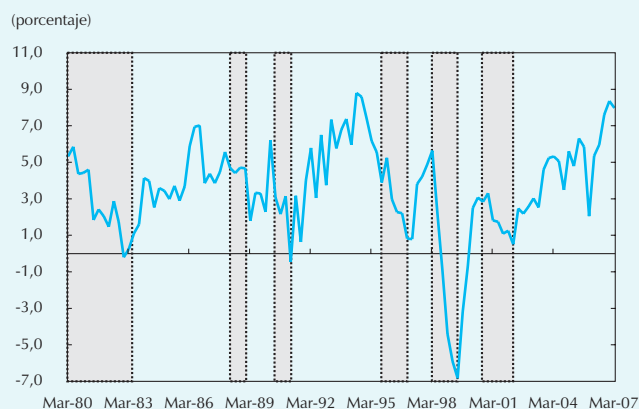
Nota: \*\* significa que el coeficiente de correlación está entre 0,5 y 0,7, \*\*\* coeficiente mayor que 0,7.  
Fuente: tomado de Arango *et al.* (2007).

### ¿Son similares los detonantes de las recesiones?

Un ejercicio complementario al anterior es tratar de observar cuáles han sido los detonantes de las crisis colombianas, y si estos se repiten a lo largo del tiempo. Este ejercicio sólo se realizó para el caso de las recesiones, dado que para las autoridades, es más relevante poder anticiparse a ellas y tomar decisiones oportunas de política. Según *The National Bureau of Economic Research (NBER)*, los ciclos de negocios se definen como las subidas y caídas absolutas de algunas variables representativas de la actividad económica en por lo menos dos trimestres, por ello es necesario estimar los períodos de fluctuación a partir de su comportamiento en niveles. Para esto, el *NBER* utiliza una gran variedad de indicadores de la actividad económica, junto con la aplicación del juicio e intuición que cada uno de los integrantes del comité tiene a la hora de determinar un punto de quiebre (*turning point*). Los ciclos encontrados para el caso colombiano desde la definición del *NBER*, y utilizando la metodología de Bry y Boschan se muestran en el Gráfico R2.1 (véase Arango *et al., op. cit.*). Los puntos de quiebre son marcados por líneas punteadas, las zonas de auge están en azul, y las zonas de desaceleración-recesión en gris.

<sup>2</sup> Según Arango y Castillo (1997) para algunos países la inversión y el consumo son procíclicos, aunque los agregados monetarios no presentan un patrón claro.

**GRÁFICO R2.1**  
**CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB Y FASES DEL CICLO ECONÓMICO**



Fuente: Tomado de Arango et al. (2007).

De este ejercicio se tomaron las fechas de recesión encontradas, *op. cit.*, y se trató de observar el comportamiento de las variables un año antes. Los períodos encontrados fueron los siguientes: de abril de 1990 a marzo de 1991; de octubre de 1995 a diciembre de 1996; de marzo de 1998 a mayo de 1999, y de agosto de 2000 a marzo de 2002. Por brevedad, se presentarán tan sólo dos de esos episodios: abril de 1990 a marzo de 1991 y mayo de 1998 a agosto de 1999. La mayoría de estas variables se encuentran en crecimientos anuales; sin embargo, los flujos de capital y la cuenta corriente se presentan, en millones de dólares para facilitar su análisis, dado la volatilidad de las series.

Para la fase de recesión comprendida entre abril de 1990 a marzo de 1991 se observa que el consumo público, la inversión pública, la base monetaria, las licencias de construcción, los precios internacionales, especialmente del café, y el PIB de los Estados Unidos se deterioraron trimestres antes de que la economía comenzara a desacelerarse (Cuadro R2.2).

**CUADRO R2.2**  
**FASE DE RECESIÓN: II-1990 A I-1991**  
**ESTADO DE LAS VARIABLES UN AÑO ANTES DE LA ETAPA DE DESACELERACIÓN**

<b>VARIABLES</b>	<b>II-1989</b>	<b>III-1989</b>	<b>IV-1989</b>	<b>I-1990</b>	<b>II-1990</b>
PIB (% anual)	3,71	4,19	3,54	6,29	3,68
Consumo público (% anual)	8,61	6,01	2,87	(0,84)	2,23
Inversión (% anual)	(5,90)	(0,71)	(5,26)	4,23	(6,64)
Inversión pública (% anual)	(8,34)	(11,28)	(16,04)	(2,22)	(17,32)
Construcción (% anual)	(2,98)	(5,71)	(12,12)	(3,40)	(19,36)
Términos de intercambio (índice)	95,05	81,15	81,48	89,17	87,08
ITCR (índice)	107,39	112,86	116,53	120,80	123,66
Tasa CDT real (%)	9,30	8,51	7,91	7,25	7,51
Inflación anual (% anual)	24,44	25,33	26,60	27,16	28,41
Base (% anual)	8,53	7,89	(2,01)	(6,26)	(7,12)
Licencias de construcción (% anual)	(0,74)	(1,22)	(7,01)	(7,23)	(5,76)
Precio real del café (índice)	52,25	44,47	30,76	27,61	32,32
Precio real del petróleo (índice)	52,80	52,80	51,79	55,59	51,36
PIB de los Estados Unidos (% anual)	3,57	3,75	2,66	2,80	2,40

Fuente: Tomado de Arango et al. (2007).

Para la fase de recesión comprendida entre marzo de 1998 y mayo de 1999 se observa que el consumo público, la base monetaria, los flujos de capital de corto y largo plazos, y el precio del petróleo se deterioraron trimestres antes de que la economía comenzara a desacelerarse. Cabe anotar que el papel de los flujos de capital fue un determinante clave en la crisis económica (Cuadro R2.3).

**CUADRO R2.3**  
**FASE DE RECESIÓN: I-1998 A II-1999**  
**ESTADO DE LAS VARIABLES UN AÑO ANTES DE LA ETAPA DE DESACELERACIÓN**

Variables	I-1997	II-1997	III-1997	IV-1997	I-1998
PIB (% anual)	0,80	3,81	4,22	4,88	5,65
Consumo público (% anual)	18,89	17,72	15,17	11,22	5,50
ITCR (índice)	84,65	82,28	85,77	94,28	93,15
Tasa CDT real (%)	6,11	5,25	5,05	6,09	7,48
Inflación anual (% anual)	19,70	18,60	17,95	17,77	18,38
Base (% anual)	(13,23)	(9,33)	(4,35)	3,33	2,01
Cuenta corriente (millones de dólares)	(1.201,17)	(1.318,31)	(1.522,14)	(1.709,25)	(1.711,36)
Flujos de largo plazo (millones de dólares)	2.626,54	1.964,86	1.419,39	2.337,33	1.016,74
Flujos de corto plazo (millones de dólares)	(814,74)	(511,07)	457,81	(892,62)	(2,53)
Precio real del petróleo (índice)	50,88	40,56	40,00	41,64	34,66
PIB de los Estados Unidos (% anual)	4,49	4,37	4,79	4,34	4,69

Fuente: tomado de Arango *et al.* (2007).

De este ejercicio se puede concluir que el consumo público, los términos de intercambio, especialmente los precios del café y del petróleo, el PIB de los Estados Unidos, los flujos de capital y los agregados monetarios en la mayoría de los períodos estudiados se desaceleraron trimestres antes de la caída en el producto. Otras variables como las acciones, la cartera total y las licencias de construcción también mostraron disminuciones en dos de los cuatro períodos analizados.

Aunque las condiciones de cada recesión son muy diferentes, en una economía pequeña y abierta como la colombiana es más probable que cambios en las condiciones externas sean los factores relevantes que preceden a las recesiones, como lo encontrado en la mayoría de los ejercicios. Estos resultados son afines con lo expuesto por Fernández y González (1999).

## Referencias

- Arango, L. E.; Arias, F.; Flórez, L. A.; Jalil, M. "Cronología de los ciclos de negocios recientes en Colombia", Borradores de Economía, núm. 461, Banco de la República, 2007.
- Arango, L. E.; Castillo, M. "¿Son estilizadas las regularidades del ciclo económico? Una breve revisión de literatura", Borradores de Economía, núm. 115, Banco de la República, 1997.
- Fernández, C.; González, A. "Integración y vulnerabilidad externa en Colombia", Borradores de Economía, núm. 156, Banco de la República, 2000.
- Hodrick, R.; Prescott, E. "Postwar Business Cycles: An empirical investigation", Documento de trabajo, núm. 451, Carnegie Mellon University, 1980.
- Uribe, José Darío. "Globalization and Colombia's Policy Framework", discurso pronunciado durante la reunión Lacea-Lames, realizada en Bogotá, 2007.

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS  
DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS**

Este es un recuento de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía colombiana para 2007 y 2008. Al momento de la consulta los agentes contaban con información a septiembre de 2007.

### I. Proyecciones para 2007

El buen momento que muestran los indicadores económicos de demanda y de oferta de la economía colombiana se reflejó en una revisión al alza de las proyecciones de crecimiento económico para 2007: uso de la capacidad instalada en niveles elevados; alto crecimiento del crédito, y un índice de confianza del consumidor de Fedesarrollo en niveles cercanos a su máximo histórico, lo que sugiere que el consumo privado puede continuar con un buen crecimiento. Así, con respecto al trimestre anterior los analistas aumentaron su proyección de crecimiento para el presente año: los locales esperan 6,3%, 18 pb por encima, y los extranjeros de 6,5%, superior en 9 pb (Cuadro A1).

En cuanto a la inflación, el pronóstico de los analistas locales se redujo en 8 pb, para situarlo en 5%, mientras que el de los extranjeros aumentó 9 pb, ubicándolo en 5,2%. Al igual que el trimestre anterior, este valor se encuentra por encima del rango meta para este año (entre 3,5% y 4,5%).

**CUADRO A1  
PROYECCIONES PARA 2007**

	<b>Crecimiento del PIB real (%)</b>	<b>Inflación IPC (%)</b>	<b>Tasa de cambio nominal fin de</b>	<b>DTF nominal (%)</b>	<b>Déficit fiscal (% del PIB)</b>	<b>Tasa de desempleo, trece ciudades (%)</b>
<b>Analistas locales</b>						
Alianza Valores	5,2	4,8	2.069	8,0	0,5	11,5
Anif	6,7	5,2	n.d.	n.d.	0,7	n.d.
Banco de Bogotá	6,6	5,0	1.950	8,7	0,5	11,0
Banco Santander	6,8	5,0	2.068	8,7	0,7	11,4
BBVA Colombia	6,4	5,1	2.063	9,3	0,9	10,8
Corficolombiana-Corfivalle	6,0	4,7	2.330	9,2	n.d.	n.d.
Corredores Asociados	6,0	5,0	1.950	8,7	1,0	11,0
Correval	6,6	5,1	2.000	8,8	0,6	11,0
Fedesarrollo	6,4	5,0	2.060	9,0	0,7	n.d.
<b>Promedio</b>	<b>6,3</b>	<b>5,0</b>	<b>2.061</b>	<b>8,8</b>	<b>0,7</b>	<b>11,1</b>
<b>Analistas externos</b>						
Bear Stearns	6,9	4,9	1.950	9,1	0,0	9,5
Citi Bank	6,7	5,0	2.050	9,3	1,8	10,6
CS First Boston	6,0	5,1	2.040	n.d.	0,9	n.d.
Deutsche Bank	6,5	5,5	2.284	n.d.	0,9	n.d.
Goldman Sachs	6,1	5,1	2.000	n.d.	0,7	n.d.
J.P. Morgan Chase	6,8	5,5	2.000	n.d.	0,7	n.d.
<b>Promedio</b>	<b>6,5</b>	<b>5,2</b>	<b>2.054</b>	<b>9,2</b>	<b>0,8</b>	<b>10,1</b>

n.d. no disponible.

Fuente: Banco de la República con base en información suministrada vía electrónica.

Con respecto al tipo de cambio, los pronósticos se mantuvieron estables, y en promedio esperan que la tasa de cambio termine el año en \$2.058, es decir, que se dé una apreciación anual de 8,8% a diciembre de 2007. La máxima depreciación proyectada es de 3,9% (\$2.330), y la mínima de -14,8% (\$1.950 por dólar), lo cual refleja el alto grado de incertidumbre que tiene el mercado sobre el desarrollo futuro de esta variable, y que se confirma con la reciente volatilidad de la divisa.

Para la DTF los analistas incrementaron su pronóstico del trimestre anterior en 17 pb, y estiman que termine el año en 8,9%; proyección que podría sugerir que no esperan mayores incrementos en la tasa interbancaria (TIB) en lo que resta del año. Para el déficit fiscal consolidado se prevé en promedio que sea del 0,8% del PIB, tasa inferior a la última proyección del Confis (0,9% para el sector público consolidado). En cuanto a la tasa de desempleo, los analistas opinaron que las reducciones en los últimos meses en las mediciones del DANE se van a mantener, al fijar su pronóstico en 10,8%.

## II. Proyecciones para 2008

Para el siguiente año, los pronósticos de crecimiento económico se incrementaron levemente a 5,2 % (Cuadro A2). Con respecto a la inflación, esperan un promedio de 4,2%, cifra por encima del rango en el cual se fijará el punto medio de la meta de inflación de ese año (entre 3% y 4%). En cuanto al tipo de cambio, en promedio proyectan una devaluación anual de 4,7% frente a los pronósticos para fin de 2007; es decir, una tasa representativa del mercado (TRM) alrededor de \$2.160.

CUADRO A2  
PROYECCIONES PARA 2008

	Crecimiento del PIB real (%)	Inflación IPC (%)	Tasa de cambio nominal fin de
<b>Analistas locales</b>			
Alianza Valores	n.d.	n.d.	n.d.
Anif	5,5	4,3	n.d.
Banco de Bogotá	5,0	4,5	2.050
Banco Santander	5,3	4,5	2.203
BBVA Colombia	4,9	4,0	2.158
Corficolombiana-Corfivalle	5,5	4,2	2.400
Corredores Asociados	5,0	4,1	2.145
Correval	5,5	4,5	2.040
Fedesarrollo	5,7	4,2	2.163
<b>Promedio</b>	<b>5,3</b>	<b>4,3</b>	<b>2.166</b>
<b>Analistas externos</b>			
Bear Stearns	5,7	4,0	2.050
Citi Bank	n.d.	n.d.	n.d.
CS First Boston	5,0	4,0	2.100
Deutsche Bank	5,7	3,6	2.415
Goldman Sachs	4,0	3,8	2.120
J.P. Morgan Chase	5,5	4,4	2.075
<b>Promedio</b>	<b>5,2</b>	<b>4,0</b>	<b>2.152</b>

n.d. no disponible.

Fuente: Banco de la República con base en información suministrada vía electrónica.