



# INFORME SOBRE INFLACIÓN

---

J U N I O   D E   2 0 0 5

BANCO DE LA REPÚBLICA

BOGOTÁ, D.C., COLOMBIA

ISSN - 1657 - 7973

# CONTENIDO

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS	4
RESUMEN: SITUACIÓN INFLACIONARIA EN JUNIO Y SUS PERSPECTIVAS	7
I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL	15
A. CONTEXTO EXTERNO Y TIPO DE CAMBIO	15
B. COYUNTURA INTERNA	20
C. AGREGADOS MONETARIOS, CRÉDITO Y TASAS DE INTERÉS	25
D. INTENSIDAD EN LA UTILIZACIÓN DEL FACTOR TRABAJO Y MERCADO LABORAL	30
E. INFLACIÓN A JUNIO Y SUS DETERMINANTES	33
RECUADRO 1: EL EFECTO DE LOS DÍAS HÁBILES EN LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL	39
RECUADRO 2: ¿QUÉ ESTÁ PASANDO CON LAS TASAS DE INTERÉS MUNDIALES DE MEDIANO Y LARGO PLAZOS?	43
II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS	47
A. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS	48
B. CONTEXTO INTERNO	53
C. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	57
RECUADRO 3: NUEVA VERSIÓN DEL MODELO DE MECANISMOS DE TRANSMISIÓN (MMT)	65
ANEXO: PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS	68
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES	71

# ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS

## I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL

---

Gráfico 1	Crecimiento trimestral anualizado del PIB de Estados Unidos, zona del euro y Japón	16
Gráfico 2	Tasa de cambio del euro y del yen frente al dólar	16
Gráfico 3	Balance comercial de los Estados Unidos	17
Gráfico 4	Precio del petróleo (WTI) Bolsa de Nueva York	17
Gráfico 5	Precio internacional del café	17
Gráfico 6	Inflación anual de los Estados Unidos	18
Gráfico 7	Tasa de interés de los bonos de los Estados Unidos	18
Gráfico 8	Prima de riesgo-país EMBI+ países latinoamericanos	18
Gráfico 9	Tasa de cambio de diferentes monedas latinoamericanas	19
Gráfico 10	Crecimiento anual del PIB real	20
Gráfico 11	Crecimiento anual de la demanda interna real	22
Gráfico 12	Crecimiento anual de la demanda interna real privada y pública	22
Gráfico 13	Balanza comercial y demanda externa neta	22
Gráfico 14	Exportaciones (acumulado 12 meses)	23
Gráfico 15	Exportaciones de hilados y tejidos a los Estados Unidos	23
Gráfico 16	Importaciones totales	24
Gráfico 17	Crecimiento anual del PIB real de transables	24
Gráfico 18	Crecimiento del PIB real de no transables	25
Gráfico 19	Agregados monetarios. Tasas de crecimiento anual del promedio mensual	26

Gráfico 20	Profundización financiera	27
Gráfico 21	Cartera bruta nominal y M3	28
Gráfico 22	Calidad de la cartera total del sistema financiero	28
Gráfico 23	Tasas de interés nominal	29
Gráfico 24	Tasa de interés nominal por tipo de colocación	29
Gráfico 25	Tasas de interés real de TES	29
Gráfico 26	Curva de rendimientos TES mercado secundario (SEN)	30
Gráfico 27	Índice general de la Bolsa de Colombia	30
Gráfico 28	Producto por trabajador - total nacional	
	Producto por trabajador - urbano	
	Tasa de desempleo	
	Creación de empleo en 13 ciudades	32
Gráfico 29	Salarios nominales	33
Gráfico 30	Costo laboral unitario real por hora trabajada en la industria	33
Gráfico 31	Inflación anual al consumidor (IPC)	34
Gráfico 32	IPC de alimentos. Variación anual	34
Gráfico 33	Indicadores de inflación básica	34
Gráfico 34	IPC de transables sin alimentos variación anual	35
Gráfico 35	Inflación de regulados por componentes variación anual	35
Gráfico 36	IPC de no transables sin alimentos	35
Gráfico 37	Descomposición del IPC no transables	36
Gráfico 38	Pronósticos de inflación anual diciembre de cada año	36
Gráfico 39	Expectativas de inflación derivadas de los contratos	36
Gráfico 40	Utilización de la capacidad instalada (UCI)	37
Gráfico 41	Porcentaje de empresas con capacidad instalada por encima del promedio histórico	37
Gráfico 42	Brecha del producto	38
Cuadro 1	PIB real por tipo de gasto	21
Cuadro 2	Fuentes de la base monetaria	26
Cuadro 3	Pasivos de las entidades no financieras registradas en la Superintendencia de Valores	28

## II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

---

Gráfico 43	Pronóstico del índice de precios de los productos básicos, sin petróleo (WCF)	49
Gráfico 44	Balance en cuenta corriente, América Latina	51
Gráfico 45	Crecimiento anual del índice de producción industrial ajustado por días hábiles y por estacionalidad	56
Gráfico 46	Indicador de confianza de la industria	56
Gráfico 47	Distribución de probabilidades en la inflación	64
Cuadro 4	Pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales	49
Cuadro 5	Precios internacionales	52
Cuadro 6	Producto interno bruto sectorial	54
Cuadro 7	Pronósticos del modelo central (MMT)	60

## SITUACIÓN INFLACIONARIA EN JUNIO Y SUS PERSPECTIVAS

- La situación inflacionaria en junio confirma las principales tendencias que se han venido observando a lo largo del año: la reducción de la inflación básica y de las expectativas de inflación, y la alta probabilidad de cumplir la meta de 2005.
- La reducción en la inflación sin alimentos (de 4,8%, en marzo, a 4,3% en junio) se presentó en transables y en no transables. Como en el primer trimestre, en éste la caída de la inflación de transables reflejó el comportamiento de la tasa de cambio. La reducción de la inflación de no transables fue resultado, principalmente, de la existencia de excesos de capacidad y de la reducción paulatina de las expectativas de inflación.
- De otro lado, en lo corrido del año, la economía colombiana continuó en una fase de expansión. Así lo confirman el crecimiento del producto interno bruto (PIB) al primer trimestre (teniendo en cuenta el menor número de días hábiles) y la mayoría de los indicadores económicos disponibles a la fecha. El crecimiento provino, principalmente, de las exportaciones y de la inversión.
- Los principales factores que determinarán el comportamiento de los precios en los próximos cuatro a ocho trimestres son la evolución de las expectativas de inflación, la existencia o no de presiones inflacionarias de costos y salarios, el comportamiento del tipo de cambio y la evolución de la brecha del producto.
- Las expectativas de inflación continuaron disminuyendo. La credibilidad en el cumplimiento de la meta en 2005 está en un máximo histórico, y las expectativas para junio de 2006 se sitúan en 4,9%, de acuerdo con la encuesta mensual del Banco. No obstante, las expectativas derivadas del diferencial de tasas de bonos indexados y no indexados a más de tres años aún se sitúan en 5%.

- La caída observada en el índice de precios del productor (IPP) en meses recientes no sugiere la existencia de presiones inflacionarias asociadas con los precios de las materias primas y de los bienes intermedios. De otro lado, en lo corrido del año se han observado casos de incrementos significativos en los salarios reales, del comercio al por menor y de los trabajadores calificados en el sector de la construcción. Parte de estos incrementos en los salarios reales han sido compensados, probablemente, por mayores crecimientos de la productividad del trabajo, de tal manera que el costo laboral unitario puede haber permanecido estable. Sin embargo, hacia el futuro próximo no se descarta la aparición de cuellos de botella en algunos sectores y en algunos segmentos del mercado laboral.
- Aunque la evolución futura de la tasa de cambio es muy incierta, no se prevén cambios fundamentales en las condiciones externas para los próximos trimestres. Estas deben mantenerse favorables a las economías emergentes, incluso ante aumentos graduales en las tasas de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed). Se espera que la demanda de los principales socios comerciales de Colombia siga siendo dinámica, y que varios de los productos de exportación mantengan precios altos e incluso mayores que los previstos en el informe anterior. En estas condiciones, se prevén pocas presiones hacia la devaluación del peso en lo que resta de 2005.
- Para 2006 la incertidumbre cambiaría es aún mayor. Aunque las proyecciones de los precios de los bienes básicos aumentaron, existen riesgos que podrían implicar ajustes más rápidos al alza del tipo de cambio. Estos están asociados con los comicios electorales en varios países de América Latina, el efecto del aumento en los precios del petróleo sobre la economía mundial y la persistencia de los desequilibrios macroeconómicos en los Estados Unidos.
- Existen buenas perspectivas de crecimiento del ingreso disponible en lo que resta del año y en 2006, debido a la reducción progresiva en el desempleo y al crecimiento del empleo y su mayor formalización. Además, como ya se mencionó, los términos de intercambio continuarían siendo favorables para el país. A pesar de la reducción del precio del café en los últimos meses, el ingreso real de los cafeteros ha crecido 50% en el año corrido hasta mayo, frente al mismo período del año anterior. Estos factores deben compensar, en términos de ingreso nacional, el impacto negativo de la apreciación sobre las remesas provenientes del exterior.
- Otros factores que permiten esperar un buen dinamismo de la economía para los próximos trimestres son los indicadores de confianza de los consumidores y de los empresarios, que registran las encuestas disponibles. También hay evidencia de que los activos se están valorizando, lo cual estimularía el gasto privado. En estas condiciones, se espera que la economía mantenga

ga un ritmo de crecimiento de alrededor de 4% en 2005, con crecimientos de la demanda interna similares a los observados a lo largo del año. Este crecimiento estaría basado en un buen comportamiento de la inversión (incluida la inversión pública) y en una aceleración del consumo de los hogares frente al observado en el primer trimestre del año. La postura expansiva de la política monetaria, reflejada en bajas tasas de interés reales, contribuye a este dinamismo.

- Las diferentes mediciones de brecha del producto muestran que ésta continúa siendo negativa, pero que se ha cerrado en los últimos trimestres. Sin embargo, algunos indicadores, como la utilización de la capacidad instalada en la industria, o el porcentaje de industriales que consideran la demanda como su principal problema, no sugieren una aceleración reciente en el cierre de la brecha. A este resultado estaría contribuyendo la ampliación de la capacidad productiva como consecuencia del alto ritmo inversor que trae la economía desde hace cerca de tres años y, posiblemente, la recuperación del crecimiento de la productividad total factorial.
- Con base en los elementos anteriores, se puede concluir que no se deberían presentar presiones inflacionarias de demanda importantes en el segundo semestre de 2005. Para 2006 se espera que continúen operando los factores que impulsan actualmente el crecimiento económico, en la medida en que no haya cambios abruptos en el contexto externo y que las tasas de interés reales continúen en niveles bajos. En estas condiciones, es posible que la brecha del producto continúe cerrándose y que, como consecuencia, puedan aparecer algunas presiones inflacionarias de demanda.
- Los resultados de los modelos de pronóstico de la inflación y del modelo central de simulación de la política monetaria muestran que existe una alta probabilidad de cumplir la meta de 2005 (entre 4,5% y 5,5%) y reducir la inflación hacia el rango anunciado para la meta en 2006 (con un punto medio entre 3% y 5%). Bajo el supuesto de una devaluación moderada en 2006, este comportamiento de la inflación sería consistente con el mantenimiento de una tasa de interés interbancaria (TIB) de corto plazo en niveles similares a los actuales.
- En este contexto, y teniendo en cuentas los siguientes elementos, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió mantener inalterada la estructura actual de las tasas de interés del Banco:
  - En el último mes la DTF se redujo cerca de 20 puntos básicos (pb), se situó en 7,05% y cerró aún más el margen que existe entre ésta y la TIB. Adicionalmente, otras tasas de interés de mayor plazo mostraron caídas importantes en el último trimestre. Así, por

ejemplo, la tasa de los TES 2014 cayó cerca de 200 pb en términos reales, desde marzo (240 pb en términos nominales), y alcanzó un nivel histórico mínimo. En la medida en que esta tasa afecte la demanda agregada (por ejemplo, como una medida del costo de oportunidad de los fondos de inversión), sus movimientos recientes constituyen un impulso adicional sobre la actividad económica.

- Existe una incertidumbre considerable respecto al nivel actual de la brecha del producto y al ritmo al cual se puede estar cerrando. La aceleración del crédito y de los depósitos privados en el último trimestre puede indicar que la economía se encuentra en mejores condiciones que las consideradas en el escenario base. El crédito de consumo se ha hecho más dinámico y ahora crece cerca de 35% nominal. Por su parte, el crédito comercial registra incrementos nominales de alrededor del 15% en los últimos meses, aunque parte de este crecimiento puede reflejar una reducción en el endeudamiento externo del sector real. La aceleración en los agregados monetarios puede obedecer a un ajuste en el portafolio de los agentes, pero también a un mayor nivel de actividad económica.
- Las expectativas de inflación a más de un año se sitúan todavía por encima o en el techo del rango anunciado para la meta de inflación en 2006. De otro lado, los pronósticos prevén que la inflación sin alimentos de no transables estaría cerca del 5,5% en diciembre de 2005 y que podría permanecer alrededor de este nivel durante parte del próximo año. Por lo tanto, un eventual incremento en la tasa de cambio haría difícil sostener una senda decreciente para la inflación total frente a los niveles actuales, debido al posible impacto sobre la inflación de transables. Esto es particularmente relevante dada la incertidumbre sobre la evolución de la tasa de cambio, en especial en 2006.
- Las simulaciones del modelo central muestran que, en el mediano y largo plazos, la política monetaria debe sustituir la postura expansionista de los meses recientes por una posición neutral. Por ello, una reducción de las tasas de interés de intervención hoy vigentes tendría un carácter transitorio y debería ser reversada en los próximos trimestres, siempre y cuando no haya cambios en los factores fundamentales que determinan el comportamiento inflacionario. En estas condiciones, dicha política incrementaría la volatilidad en las tasas de interés de corto plazo, sin descartar posibles efectos negativos sobre la estabilidad financiera al transmitirse a las tasas de los TES. Esto es particularmente relevante ante la posibilidad de sobrereacciones que pueden tener lugar en el mercado de deuda pública, debido a la alta participación de estos títulos en los activos del sistema financiero y su importancia para el financiamiento del Gobierno.



- Adicionalmente, con base en la evaluación de la situación cambiaria, las proyecciones de la balanza de pagos y la información reciente sobre flujos de inversión extranjera directa (IED), la JDBR decidió mantener el esquema de intervención discrecional en el mercado cambiario, con el fin de contribuir a su ajuste gradual y evitar una apreciación excesiva del tipo de cambio.

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

Juan Mauricio Ramírez

**Director**

SECCIÓN DE INFLACIÓN (\*)

Adolfo León Cobo

**Jefe**

Edgar Caicedo

Luisa Fernanda Charry

Luz Adriana Flórez

Mario Nigrinis

Alejandro Reyes

José Luis Torres

Andrés Mauricio Velasco

(\*) En la elaboración de este informe colaboraron Gloria Alonso, Jefe Sección de Programación Macroeconómica, Franz Hamann, Director del Departamento de Modelos Macroeconómicos, Martha López, Luis Fernando Melo, Norberto Rodríguez y Julián Pérez.

# I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL

*La inflación básica mantuvo su tendencia decreciente y confirmó así la sorpresa desinflacionaria del primer trimestre.*

En lo corrido del año, las condiciones externas tendieron a superar las expectativas de los últimos dos informes. Las sorpresas provinieron del vigor que mostró el crecimiento de los Estados Unidos, pese a factores adversos como la política más restrictiva de la Fed y los altos precios del petróleo. La reducción en la liquidez de corto plazo en los Estados Unidos tampoco se tradujo en un aumento de las tasa de interés de largo plazo, como era de esperarse.

Todos estos factores continuaron creando condiciones propicias para el crecimiento de las economías emergentes. El efecto para Colombia fue un crecimiento más alto de las exportaciones que el previsto en el informe de marzo y una entrada neta importante de capitales foráneos, sobre todo de IED. Ambas fuentes de ingreso compensaron el salto de las importaciones y mantuvieron las presiones a la baja sobre el tipo de cambio.

Aunque el crecimiento durante el primer trimestre estuvo por debajo del 4%, este resultado parece explicarse nuevamente por fenómenos transitorios de oferta que habían sido anticipados en el informe anterior. En lo corrido del año la demanda interna continuó expandiéndose fuertemente gracias a la inversión y el consumo de durables.

La inflación básica continuó reduciéndose, y confirmó así la sorpresa del primer trimestre. Como se esperaba, el efecto desinflacionario más importante provino de la inflación de transables, gracias a la apreciación acumulada. La inflación de no transables también registró una caída importante pese al crecimiento de la demanda, lo que indica que la economía contaba aún con excesos de capacidad productiva.

*En el segundo semestre la economía se fortaleció por una demanda externa y unos términos de intercambio mejores que los previstos.*

## A. CONTEXTO EXTERNO Y TIPO DE CAMBIO

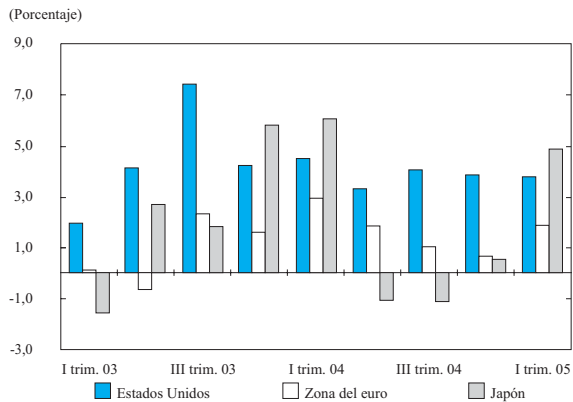
Aunque en lo corrido del año economía mundial se desaceleró respecto a 2004, su desempeño siguió por encima de sus promedios históricos y fue mejor que el

esperado en el informe anterior. Para las principales economías el crecimiento no ha sido balanceado, ya que se concentró especialmente en los Estados Unidos y China, y registró un menor avance en la zona del euro y Japón. Aún así, la fortaleza de la demanda mundial, junto con una gran liquidez internacional, que no fue plenamente anticipada, siguió favoreciendo la dinámica de las economías Latinoamericanas.

La economía norteamericana mostró un crecimiento significativo para lo corrido del año. En el primer trimestre, éste fue corregido de 3,3% a 3,8% (trimestral anualizado), impulsado nuevamente por la demanda interna (Gráfico 1). Para el segundo trimestre, los últimos datos muestran una mejora, especialmente en la producción industrial, que presentó un incremento de 4% anual a junio (2,7% en mayo), y las ventas a minoristas con 9,6% (6,4% en mayo). También se observa un aumento en el índice de confianza y en la creación de empleo.

GRÁFICO 1

**CRECIMIENTO TRIMESTRAL ANUALIZADO DEL PIB DE ESTADOS UNIDOS, ZONA DEL EURO Y JAPÓN**

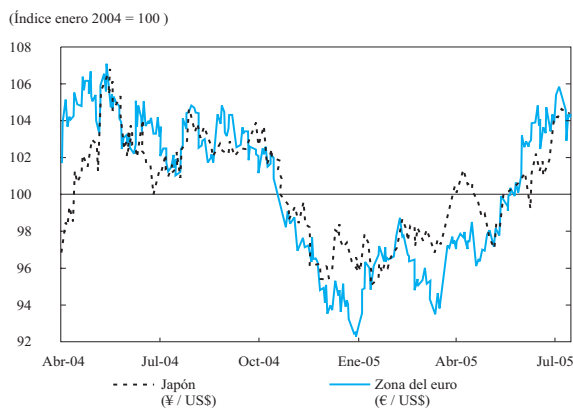


Fuente: Datastream.

Por el contrario, la situación en la zona del euro no es muy alentadora. Si bien para el primer trimestre, la expansión fue de 1,9% (trimestral anualizado), mucho mejor que la observada en el trimestre anterior (0,6%), dicho ritmo no parece sostenible. En los primeros meses del año la economía estuvo impulsada, en gran parte, por la fuerte demanda externa neta (especialmente por la caída en las importaciones), mientras el crecimiento de la demanda interna fue casi nulo, por los efectos de los altos precios del petróleo, además de la caída en la inversión y la débil recuperación del mercado laboral.

GRÁFICO 2

**TASA DE CAMBIO DEL EURO Y DEL YEN FRENTE AL DÓLAR**



Fuente: Datastream.

Por otro lado, el crecimiento de la economía japonesa en el primer trimestre fue muy bueno (4,9% trimestral anualizado), aunque también se tienen dudas sobre su sostenibilidad. A este incremento contribuyó el consumo privado y la inversión no residencial, mientras que el sector exportador se ha moderado dada la desaceleración del comercio con China. Para el segundo trimestre, los indicadores disponibles muestran que la economía japonesa ha seguido expandiéndose, pero a un ritmo menor que el del trimestre anterior.

A partir de marzo, la disminución del crecimiento en la zona del euro y en Japón frente al de los Estados Unidos, junto con un aumento en el diferencial de tasas de interés a favor de la economía norteamericana, fortaleció el dólar frente al euro y al yen (Gráfico 2). Esto no fue anticipado en el informe anterior, cuando el nerviosismo

suscitado por los déficit en los Estados Unidos hacía esperar una depreciación del dólar. En los últimos meses, sin embargo, el déficit comercial en los Estados Unidos dejó de aumentar por primera vez desde febrero de 2005 (cuando se presentó el nivel más grande en la historia de los Estados Unidos). Para los últimos tres meses (a mayo) su nivel promedio ha sido de US\$55,27 billones (b), el cual se compara favorablemente con el observado en enero y febrero (US\$59,09 b en promedio) y con el del último trimestre del año pasado (US\$56,40 b). Una mejora en el crecimiento de las exportaciones y una caída moderada en las importaciones han influido en este resultado (Gráfico 3).

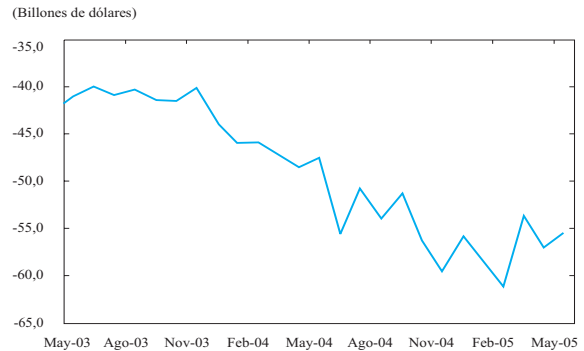
El contexto anterior siguió favoreciendo a las economías en desarrollo, incluida la colombiana. China sigue encabezando la lista de países emergentes más dinámicos, con un crecimiento mayor al esperado hace tres meses. Este comportamiento no revela el aterrizaje suave que se preveía a raíz de las medidas monetarias y de restricción del crédito, adoptadas por las autoridades de ese país a finales de 2004. El crecimiento anual fue de 9,4%, y 9,5% para el primero y segundo trimestres, respectivamente.

Ante la fortaleza de la demanda mundial, especialmente de los Estados Unidos y China, los precios del petróleo aumentaron en los últimos meses a niveles de US\$60 por barril, US\$10 más que a comienzos del trimestre y muy por encima de las previsiones de la mayoría de analistas (Gráfico 4). Estos incrementos se dieron a pesar de que la Organización de Países Productores de Petróleo (OPEP) anunció un incremento de 500.000 barriles diarios en su producción a partir de julio, para alcanzar así una oferta de 28 millones de barriles/día. A la fortaleza de la demanda se sumó, también, la irrupción de algunos problemas de índole climática, laboral y de seguridad.

Adicionalmente, los precios de algunos bienes básicos, especialmente los exportados por Colombia, se mantuvieron altos. Tal es el caso del café, que presentó un crecimiento de 49% en el primer semestre del año con respecto al año anterior (aunque en las últimas semanas se ha reducido por las expectativas de una fuerte oferta por parte de Brasil), al igual que el níquel, con un crecimiento de 14,9% (Gráfico 5).

GRÁFICO 3

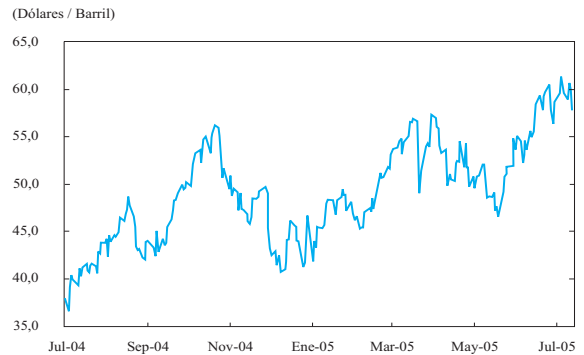
BALANCE COMERCIAL DE LOS ESTADOS UNIDOS



Fuente: Departamento de Comercio de los Estados Unidos.

GRÁFICO 4

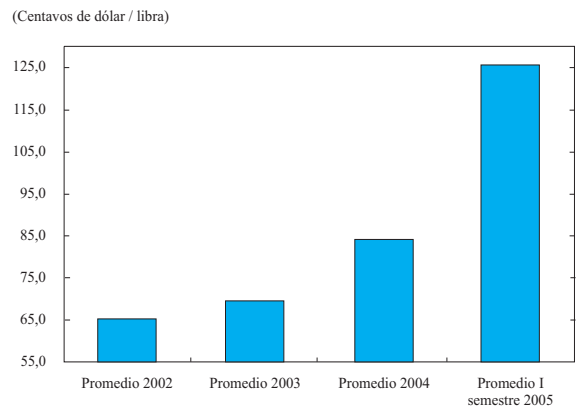
PRECIO DEL PETROLÉO (WTI) BOLSA DE NUEVA YORK



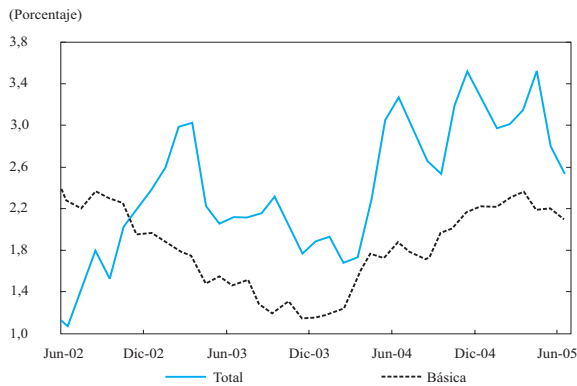
Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 5

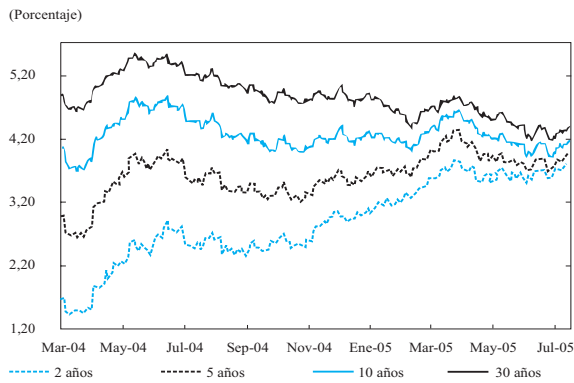
PRECIO INTERNACIONAL DEL CAFÉ



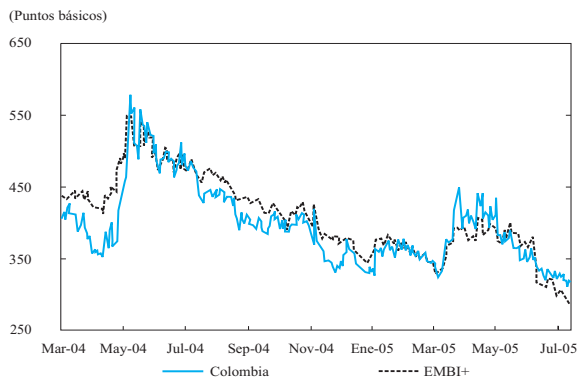
Fuente: Datastream.

**GRÁFICO 6****INFLACIÓN ANUAL DE LOS ESTADOS UNIDOS**

Fuente: Datastream.

**GRÁFICO 7****TASA DE INTERÉS DE LOS BONOS DE LOS ESTADOS UNIDOS**

Fuente: Datastream.

**GRÁFICO 8****PRIMA DE RIESGO-PAÍS EMBI+ PAÍSES LATINOAMERICANOS**

Fuente: Bloomberg.

A pesar del incremento en la demanda mundial y de los altos precios del petróleo y otros bienes básicos, las presiones inflacionarias se han mantenido contenidas a nivel global. En los Estados Unidos, el caso más relevante, la inflación total pasó de niveles de 3,1% (anual), en el mes de marzo, a 2,5% en junio. Igualmente, la inflación básica (excluidos energía y alimentos) se moderó al pasar de niveles de 2,4% a 2,1% (Gráfico 6).

En este contexto, la política monetaria de la Fed pudo seguir con su ajuste gradual de tasas, en línea con lo esperado por los mercados. En lo corrido del año, la Fed incrementó su tasa de referencia en 100 pb, hasta ubicarla en niveles de 3,25%. Paradójicamente, las tasas de largo plazo no respondieron de la manera esperada. Por ejemplo, las de títulos con vencimiento a 30 años cayeron 65 pb entre marzo y junio. Aunque en las últimas semanas se han presentado algunas alzas como reacción a noticias positivas sobre la evolución de la demanda en los Estados Unidos y al aumento en los costos laborales, estos incrementos han sido marginales (Gráfico 7).

La caída en las tasas de largo plazo, que no es exclusiva de la economía norteamericana, sugiere que la liquidez internacional y el ahorro han sido abundantes. El principal origen de este ahorro proviene de las economías emergentes, especialmente de Asia, y en menor medida de la zona del euro y Japón (véase Recuadro 2). Por otro lado, estas bajas tasas han estimulado la demanda por inversiones más riesgosas, produciendo una caída en las primas de riesgo.

De hecho, el mayor apetito por el riesgo en los mercados financieros ha favorecido la inversión en deuda de emisores emergentes. De ahí que la prima de riesgo-país continuara cayendo en el segundo semestre, luego del repunte transitorio observado desde el mes de marzo (Gráfico 8). Lo anterior, sumado a la mejora de los fundamentales en estas economías, ha mantenido, y en algunos casos, aumentado los flujos de capital (en especial IED).

Todo lo anterior ha permitido que las economías de América Latina también crezcan a un ritmo mayor que el esperado hace tres meses, aunque aún se evidencia una desaceleración frente al año anterior. Los altos precios internacionales de algunos bienes básicos, como



petróleo, algunos minerales y metales, junto con la fuerte demanda externa, siguen impulsando las exportaciones de la región. Además, la amplia liquidez internacional ha ayudado a mantener un abundante flujo de capital que estimula la demanda interna.

El crecimiento para Venezuela y Ecuador, dos de los principales socios comerciales de Colombia, sigue respondiendo a los altos precios del petróleo. Para Ecuador, el crecimiento en el primer trimestre fue de 3,2%, moderado con respecto al trimestre anterior, como resultado de la crisis política que produjo un cambio de gobierno y del lento avance en las reformas estructurales. Para Venezuela el panorama ha sido bastante más alentador, como lo sugiere el crecimiento de 7,9% en el primer trimestre, por encima de los pronósticos contemplados en el informe anterior. Este crecimiento, por lo demás, no tuvo su origen solo en la economía petrolera sino también en una mejor dinámica del sector no petrolero y de la demanda interna.

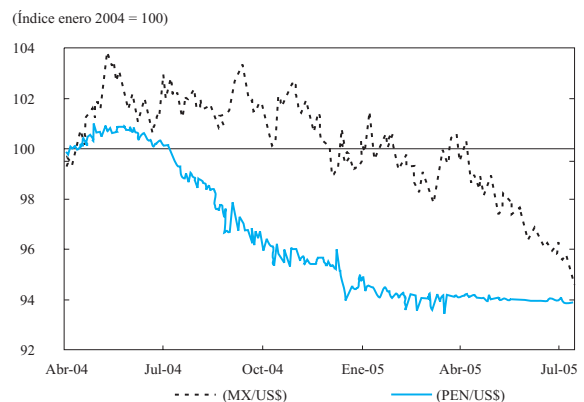
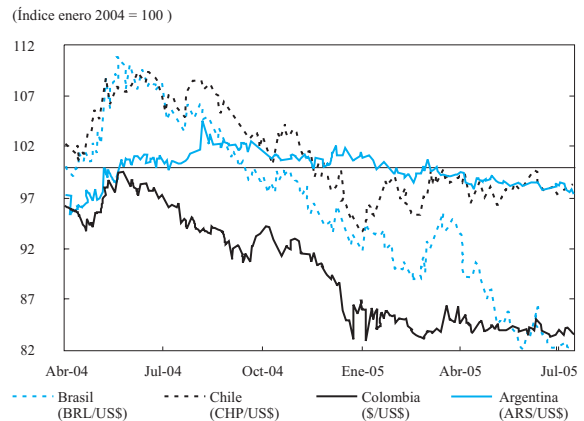
Todo lo anterior favoreció la estabilidad e incluso la apreciación de las monedas latinoamericanas, especialmente la de Brasil, cuya moneda continuó valorizándose frente al dólar, a pesar de los escándalos políticos que afectaron al Gobierno de dicho país y de algunos signos de debilitamiento económico (Gráfico 9).

En el caso colombiano, el contexto externo ha llevado a que en los últimos meses se acentúe el mayor dinamismo de las exportaciones, y de algunos flujos de capital. En particular, se observan ingresos por exportaciones mayores a los previstos en el informe anterior, como se analizará más adelante. Sin embargo, los egresos por importaciones también han sido mayores a los previstos, de tal manera que el movimiento neto de divisas por estos conceptos y por otras operaciones corrientes de la balanza de pagos ha sido similar al del año anterior. De otro lado, se ha registrado un aumento importante en el ingreso de divisas por operaciones de IED, en especial hacia carbón y petróleo. En contraste, no se han presentado entradas netas de capitales de corto plazo en cuantías importantes, y el sector privado ha estado efectuando giros al exterior para pagos de deuda externa y aumento en las cuentas corrientes.

Estos movimientos, que probablemente habrían implicado una mayor apreciación de la moneda como ha sucedido en otros países, han sido, en buena medida compensados por la intervención discrecional del Banco de la República en el mercado cambiario. A junio de 2005, el monto total del compras de divisas efectuadas

GRÁFICO 9

TASA DE CAMBIO DE DIFERENTES MONEDAS LATINOAMERICANAS



Fuente: Datastream.

*El contexto externo ha acentuado el mayor dinamismo de las exportaciones y la inversión extranjera directa.*

por el Banco era de US\$1.615 millones (m) de los cuales US\$841 m fueron adquiridos en el segundo trimestre.

Finalmente, antes de ser publicado el informe, la autoridad económica de China modificó el esquema de tasa de cambio<sup>1</sup>, de manera que permitió una apreciación moderada de su moneda de cerca del 2% y amplió la banda de volatilidad a 0,3%. Este parece ser el primer paso de las autoridades monetarias hacia un ajuste gradual de su política de tipo de cambio fija, algo que se considera necesario para controlar un recalentamiento de dicha economía y para permitir la corrección gradual de los desbalances mundiales. Si bien esta apreciación es mucho menor que la esperada por el mercado, sí señala un cambio hacia una política cambiaria más flexible.

## B. COYUNTURA INTERNA

La economía colombiana continuó en una fase de expansión del ciclo económico. Así lo confirma el crecimiento del PIB de 3,6% en el primer trimestre de 2005, en línea con lo esperado (Gráfico 10). Aunque la cifra resultó menor que la del promedio de 2004, esto se puede atribuir, en buena parte, a la presencia de un menor número de días hábiles frente a igual período del año anterior (por el traslado de Semana Santa, de abril a marzo).

En cuanto a los ingresos, el componente que más creció fue el de los impuestos indirectos netos de subsidios (11,0%), mientras que el valor agregado creció 3,1%. El crecimiento de los impuestos, menos subsidios, superó ampliamente el supuesto que se tenía (de 3,7%), así como el crecimiento observado en 2004, de 7,1%.

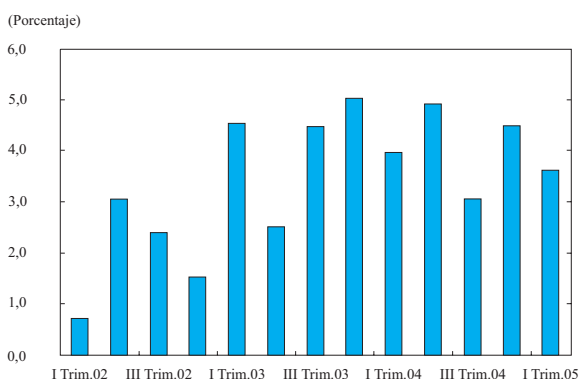
Los impuestos que más crecieron fueron los derechos e impuestos sobre las importaciones (22,6%), los cuales, como es natural, están vinculados estrechamente a la evolución de las compras al exterior. Los recaudos de IVA crecieron 7,9%, lo

cual podría estar asociado con mejoras en la eficiencia y con la entrada en vigencia de una parte de la reforma tributaria de 2003, que aumentó la tarifa de este impuesto del 7% al 10%, para cerca del 4% de la canasta del IPC.

Junto con la publicación de las cifras del primer trimestre, el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) corrigió hacia arriba el crecimiento del PIB de 2003 y 2004. Con esta revisión, el producto

GRÁFICO 10

### CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB REAL



Fuente: DANE.

<sup>1</sup> Adicionalmente el renmimbi dejará de estar atado sólo al dólar y será atado al comportamiento de una canasta de monedas. El banco central anunciará diariamente el precio de cierre del renmimbi y este sería el punto medio de la banda para el día siguiente.

creció 4,1% en 2003 y en 2004. En el acumulado, el PIB habría crecido en los últimos dos años 0,24% más que lo reportado anteriormente por el DANE.

Durante el primer trimestre, el crecimiento económico siguió impulsado por el aumento sostenido de la demanda interna (principalmente la inversión sin construcción de vivienda), y por el panorama externo favorable (Cuadro 1). Las buenas condiciones externas se reflejan en el crecimiento alto y estable que han presentado los principales socios comerciales de Colombia, y en la buena dinámica de los términos de intercambio, principalmente por los niveles relativamente altos de los precios en varios de los productos colombianos de exportación.

Aunque en el informe anterior se esperaba una mejor dinámica del consumo de los hogares, su crecimiento anual para el trimestre fue sólo 3,2%, menor que el del promedio de 2004 (4,0%). Su desempeño continuó siendo dinámico en los sectores de bienes durables y semidurables, los cuales se expanden a tasas superiores al 10% y 4%, respectivamente. Lo que impidió un mayor dinamismo del agregado fue, una vez más, el crecimiento lento del consumo de bienes no durables y de servicios (1,9% y 2,1%, respectivamente, en el primer trimestre de 2005).

La demanda interna, en conjunto, se incrementó a un ritmo superior al 5,0% en el primer trimestre de 2005 (Gráfico 11). Este es un comportamiento relativamente bueno que no difiere mucho del observado en el promedio de los seis trimestres anteriores, e indica que el gasto agregado en la economía mantiene la tendencia de expansión que se observa desde mediados de 2003.

*La economía colombiana continuó en una fase de expansión del ciclo económico, impulsada por la inversión y las exportaciones.*

CUADRO 1

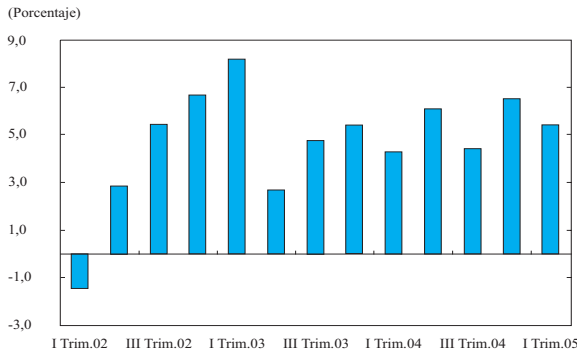
**PIB REAL POR TIPO DE GASTO  
CRECIMIENTO ANUAL (PORCENTAJE)**

	2004	I Trim. 2005		
		Crecimiento porcentual	Participación porcentual en el PIB	Contribución al crecimiento
<b>Consumo final</b>	<b>3,8</b>	<b>3,2</b>	<b>83,1</b>	<b>2,6</b>
Hogares	4,0	3,2	62,4	2,0
Gobierno	3,3	3,0	20,8	0,6
<b>Formación bruta de capital</b>	<b>12,4</b>	<b>15,9</b>	<b>17,9</b>	<b>2,8</b>
Formación bruta de capital fijo	13,2	16,9	16,2	2,7
FBKF sin obras civiles	22,5	12,0	13,8	1,7
Obras civiles	(19,1)	45,0	2,4	1,1
Variación de las existencias	6,4	6,7	1,7	0,1
<b>Demanda interna</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>101,0</b>	<b>5,5</b>
<b>Exportaciones totales</b>	<b>10,2</b>	<b>13,1</b>	<b>18,0</b>	<b>2,4</b>
<b>Importaciones totales</b>	<b>16,7</b>	<b>22,2</b>	<b>19,0</b>	<b>4,2</b>
<b>Producto interno bruto</b>	<b>4,1</b>	<b>3,6</b>	<b>100,0</b>	<b>3,6</b>

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 11

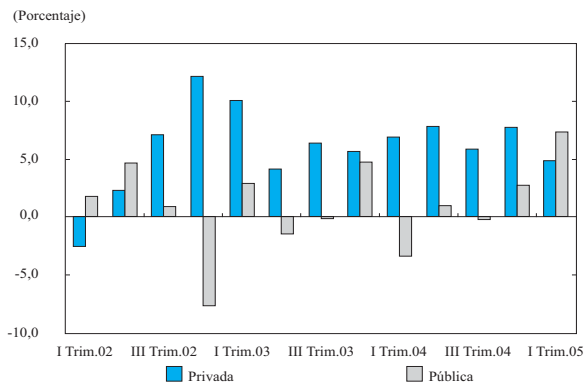
**CRECIMIENTO ANUAL DE LA DEMANDA INTERNA REAL**



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 12

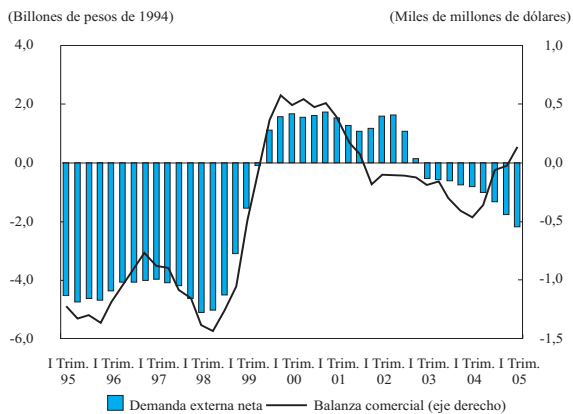
**CRECIMIENTO ANUAL DE LA DEMANDA INTERNA REAL PRIVADA Y PÚBLICA (\*)**



(\*) Privada: consumo de los hogares e inversión excepto obras civiles. Pública: consumo público e inversión en obras civiles.  
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 13

**BALANZA COMERCIAL Y DEMANDA EXTERNA NETA (ACUMULADO CUATRO TRIMESTRES)**



Fuente: DANE, Banco de la República.

Dentro de la demanda interna hubo una aceleración importante de la demanda interna pública (medida como el consumo del Gobierno y la formación bruta de capital fijo (FBKF) de obras civiles). A ello contribuyó, especialmente, la recuperación de las obras civiles, después de la fuerte contracción que tuvieron el año pasado.

Aunque la demanda privada (consumo de los hogares e inversión diferente a obras civiles) se desaceleró frente al crecimiento del cuarto trimestre de 2004 (Gráfico 12), tuvo un crecimiento satisfactorio y cercano al 5,0%. La dinámica de este agregado estuvo afectada por la desaceleración mencionada en algunos segmentos del consumo de los hogares y por la contracción en la FBKF del sector agropecuario (-0,8%), y del sector de construcción y edificaciones (-2,2%). Por el contrario, los gastos en FBKF en maquinaria y equipo, y en equipo de transporte crecieron a tasas altas (34,1% y 11,0%, respectivamente).

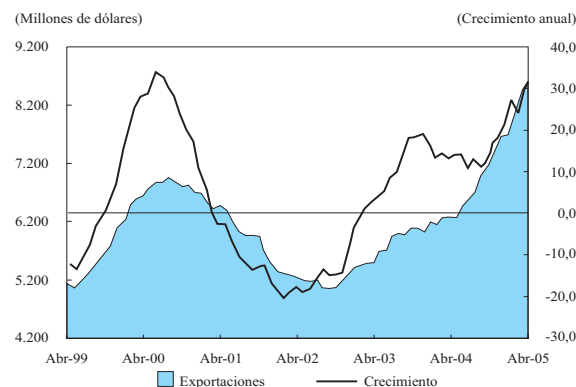
La demanda externa neta, medida en pesos de 1994, se mantuvo en terreno negativo pese al dinamismo de las exportaciones, que mostraron un crecimiento de 13,1% en el primer trimestre de 2005. Las exportaciones crecieron en términos reales para casi todos los productos, con excepción de los sectores petróleo, carne, hilos e hilados, tejidos de fibra textil, cuero y productos de cuero, y productos refinados del petróleo. El balance negativo en la demanda externa neta obedeció a un crecimiento aún mayor de las importaciones reales (22,0%), las cuales se aceleraron de manera importante frente a los resultados de 2004.

Se debe señalar que cuando se mide la balanza comercial en dólares con cifras de balanza de pagos, se observa un superávit a marzo (Gráfico 13). Esto sugiere que una parte importante del aumento en las exportaciones netas en dólares está explicada por el aumento en los términos de intercambio.

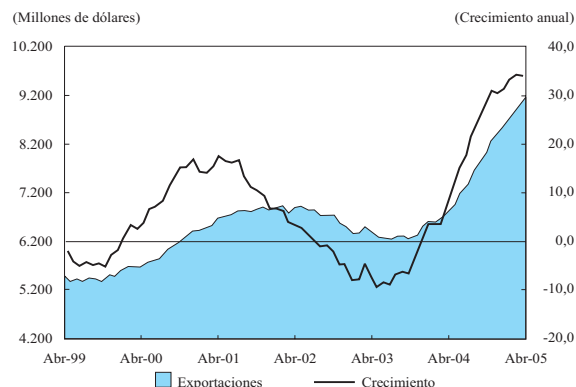
Cifras recientes sugieren que la fortaleza de la demanda externa ha continuado. Así, a abril, las exportaciones colombianas (tanto tradicionales como no tradicionales) seguían creciendo a tasas superiores al 30%, para el acumulado a doce meses en dólares (Gráfico 14).

## EXPORTACIONES (ACUMULADO 12 MESES)

## TRADICIONALES



## NO TRADICIONALES



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

El dinamismo se presentó en todos los destinos de exportación. En el caso de las exportaciones no tradicionales, el crecimiento acumulado a doce meses (para obviar problemas de volatilidad asociada a estacionalidad) es del orden del 20,1% a los Estados Unidos, de 69,1% a Venezuela, de 27,6% a Ecuador, y de 23,2% al resto de destinos.

Pese a la tendencia general favorable de las exportaciones no tradicionales, las ventas al exterior en algunos sectores industriales podrían estar afectadas por la competencia internacional. Es el caso de las exportaciones de hilados y tejidos a los Estados Unidos, las cuales se han contraído en los últimos meses, incluso para el acumulado anual (Gráfico 15).

De otro lado, a mayo las importaciones continuaban creciendo a tasas altas debido a la fuerte demanda interna (inversión) y a la apreciación del tipo cambio. Para ese mes, las importaciones de bienes intermedios y de capital acumuladas a 12 meses se expandieron a tasas superiores al 20% (Gráfico 16).

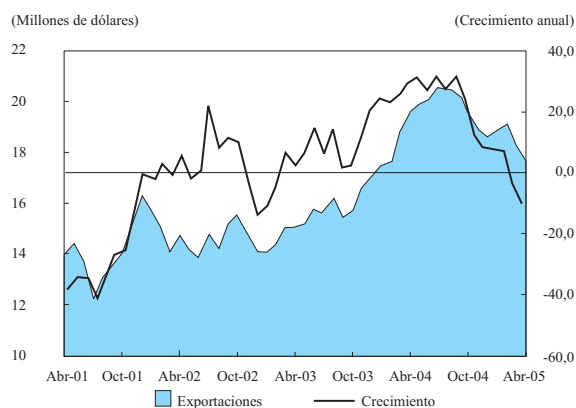
### 1. Sectores transables

Para el conjunto de los sectores transables, el crecimiento fue menor en el primer trimestre de 2005 que en el promedio de 2004 (Gráfico 17). La desaceleración en el primer trimestre fue especialmente importante en la industria. Este sector se contrajo 1,0% por debajo de lo esperado (0,6%). Sin embargo, buena parte de la caída se puede atribuir a un efecto estadístico asociado a la reducción en el número de días hábiles del primer trimestre de 2005.

En efecto, al corregir por días hábiles y estacionalidad, la muestra mensual manufacturera (MMM) del DANE, el crecimiento anual del primer trimestre habría estado cerca del 3,5%. Aún así, se observa una desaceleración frente al ritmo observado en 2004 (alrededor de 5,0%).

En el primer trimestre, el sector agropecuario aumentó principalmente por la buena dinámica del sector cafetero (8,1%); el resto del sector (excluidos el café y los cultivos ilícitos) lo hizo al 3,3%, por debajo del promedio observado en 2004 (3,9%).

## EXPORTACIONES DE HILADOS Y TEJIDOS A LOS ESTADOS UNIDOS (ACUMULADO 12 MESES)

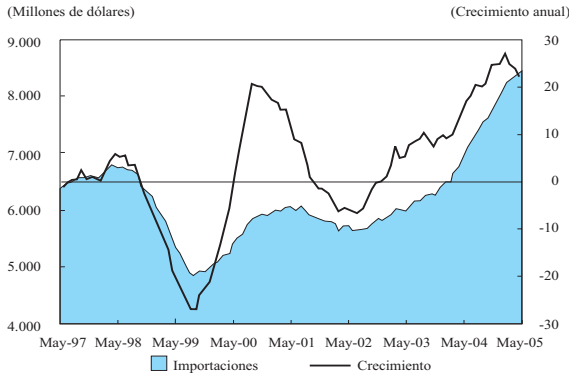


Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

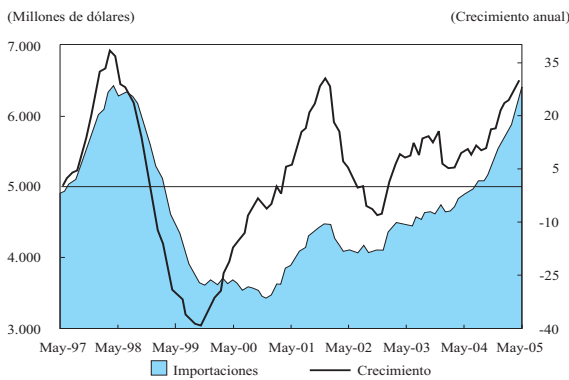
**GRÁFICO 16**

**IMPORTACIONES TOTALES  
(ACUMULADO 12 MESES)**

**BIENES INTERMEDIOS**



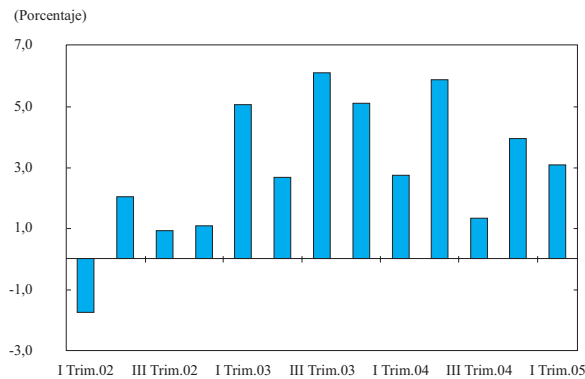
**BIENES DE CAPITAL**



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

**GRÁFICO 17**

**CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB REAL DE TRANSABLES**



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Al parecer, en la desaceleración del sector jugó un papel importante una posible interrupción del ciclo de liquidación ganadera, que podría haber estado asociada a los problemas de comercio con Venezuela que tuvieron lugar en el mes de enero.

Tampoco ayudó en esta oportunidad la producción de alimentos perecederos, como los tubérculos y las hortalizas. Por ejemplo, en el segundo semestre de 2004 los precios de la papa estuvieron bajos, y como consecuencia, se desestimularon las siembras y se generó una baja producción para el primer semestre de 2005. Otros productos agropecuarios habrían sido afectados por la tendencia del tipo de cambio, especialmente flores, plátano y soya, de acuerdo con los gremios de estos sectores.

Con excepción del petróleo, los productos mineros crecieron a tasas relativamente altas en el primer trimestre. Sobresalen el carbón (6,6%), los minerales metálicos (9,9%), y los minerales no metálicos (12,7%), estos últimos asociados con la expansión de la construcción.

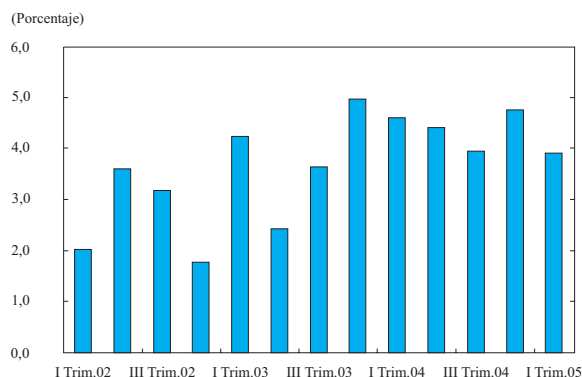
Aunque el crecimiento de la producción de petróleo (0,5%) resultó bajo, superó los pronósticos y fue el mayor de los últimos tres años. Esto último podría estar asociado con la explotación de crudos de menor calidad que habrían cobrado rentabilidad gracias al buen precio internacional de este producto.

**2. Crecimiento de sectores no transables**

La desaceleración del agregado PIB de no transables, entre 2004 y el primer trimestre de 2005, obedece a que las aceleraciones en la construcción de obras civiles y del comercio no lograron compensar la desaceleración de la construcción y edificación de vivienda, de los servicios de intermediación financiera y de los servicios públicos, estos últimos asociados, generalmente, al comportamiento de la industria (Gráfico 18).

La construcción total se aceleró en el primer trimestre de 2005 frente al crecimiento promedio de 2004 (10,6% frente a 9,7%). Esto fue posible gracias a la recuperación

## CRECIMIENTO DEL PIB REAL DE NO TRANSABLES



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

en la construcción de obras civiles, la cual creció 43,6%, después de haberse contraído 19,3% en 2004. Este hecho compensó la caída en la construcción y edificación de vivienda, que se contrajo 2,3% en el primer trimestre. La caída en la construcción privada estuvo antecedida de una caída de las licencias de construcción, que tuvo lugar en la segunda mitad de 2004 (-15,8% en promedio).

Otro factor habría sido la desaceleración de las nuevas obras reportadas en el censo de la construcción. Las obras nuevas que crecían en promedio 42,8% en el primer semestre de 2004, sólo crecieron 1,6% en el segundo semestre del mismo año. A su vez, las obras en proceso se desaceleraron levemente en el último trimestre (de 20,6%, en diciembre de 2004 a 19,9% en marzo de 2005).

En el primer trimestre todos los subsectores del comercio crecieron a tasas altas. El comercio lo hizo al 7,8%, principalmente por las ventas de bienes durables, como automóviles y electrodomésticos, y en forma consistente con la evolución de las importaciones de bienes intermedios y de capital, y con las de consumo de bienes durables y semidurables. Los servicios de reparación crecieron al 4,4%, mientras que los servicios de hotelería y restaurante lo hicieron al 6,9%. Este último sector se habría visto afectado positivamente por la celebración de la Semana Santa en marzo de este año, a diferencia de lo ocurrido en 2004, cuando se celebró en abril.

Por su parte, los servicios de intermediación financiera se habrían visto afectados en el primer trimestre por la fluctuación de los portafolios de las instituciones financieras ya que, pese a los buenos resultados de los balances, este sector presentó una contracción real de 9,1%. Esta caída se explica por que el DANE contabiliza el cambio en el precio de los TES en la medición de la actividad económica, y al cierre de marzo los portafolios perdieron valor por la caída en el precio de estos títulos. Dado que esta situación fue coyuntural, es previsible que el efecto se reverse en lo que resta del año.

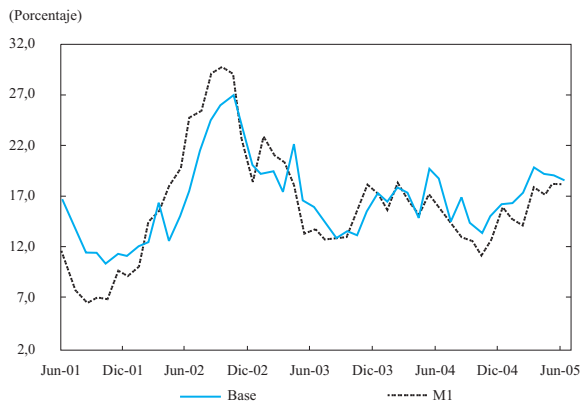
## C. AGREGADOS MONETARIOS, CRÉDITO Y TASAS DE INTERÉS

### 1. Agregados monetarios

Durante el segundo trimestre del año, el crecimiento anual de los agregados monetarios fue similar al observado en el primer trimestre. A junio, la base monetaria aumentó a una tasa anual de 19%, y los medios de pago (M1) lo hacían a 18,3% (Gráfico 19). Por otro lado, el crecimiento del ahorro financiero (M3) se aceleró, al pasar de 17,4% en marzo, a 18,9% en junio.

*La desaceleración de la industria en el primer trimestre se explica, en parte, por un menor número de días hábiles.*

**AGREGADOS MONETARIOS  
TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL  
DEL PROMEDIO MENSUAL**



Fuente: Banco de la República.

Desde el punto de vista de las fuentes de expansión de la base monetaria, la expansión de liquidez del mercado, debido a la compra de divisas y la compra definitiva de TES ha sido esterilizada en un gran porcentaje, y esto se ha efectuado, principalmente, con la venta de divisas al Gobierno y con los depósitos del Gobierno en el Emisor. En este sentido, el relativamente alto crecimiento que muestra la liquidez primaria parece obedecer a un aumento en la demanda y no es un síntoma de la existencia de excesos monetarios. Además, en el Cuadro 2 se puede observar que la contracción de la base monetaria que ha tenido lugar en lo corrido del año es prácticamente igual a la que tuvo lugar en el mismo período de 2004.

## CUADRO 2

**FUENTES DE LA BASE MONETARIA  
(MILES DE MILLONES DE PESOS)**

Descripción	Variación anual		Variación año corrido	
	2003	2004	2004	2005
<b>I. Gobierno</b>	914	(236)	(360)	(6.101)
Traslado utilidades	830	803	803	454
Pesos	1.481	803	803	0
Dólares	(651)	0	0	454
Depósitos en el Banco de la República	83	(1.039)	(1.163)	(6.555)
<b>II. TES Regulación</b>	568	(2.524)	(1.102)	2.713
Compras definitivas	893	1.023	285	2.933
Ventas definitivas		(2.972)	(983)	0
Vencimiento	(325)	(575)	(404)	(221)
<b>III. REPOS</b>	1.492	(1.058)	(1.904)	1.504
Expansión 1/	1.386	(1.086)	(1.790)	1.504
Contracción	106	28	(115)	0
<b>IV. Divisas</b>	(703)	6.194	1.909	392
Opciones de acumulación	(703)	4.183	2.185	
Intervención discrecional		3.264	0	3.779
Venta de divisas al gobierno		(1.252)	(276)	(3.387)
<b>V. Otros 2/</b>	239	272	87	145
<b>Variación total de la base</b>	2.510	2.647	(1.370)	(1.348)
<b>Saldo de la base</b>	16.615	19.262	15.244	17.914

1/ Incluye Repos a un día, *Overnight*, y a mediano plazo.

2/ Dentro de otros se encuentra el efecto monetario del P y G del Banco de la República, los vencimientos de TES A, la recuperación de cartera y las inversiones del Banco de la República.

Fuente: Banco de la República.



De otro lado, parte de la aceleración del M3 está asociada con la expansión del M3 público, el cual repuntó 11 puntos porcentuales (pp) entre marzo y mayo. Con todo, el crecimiento del M3 privado también ha superado ampliamente el del PIB nominal desde el año pasado (con un crecimiento real de 10,5% en 2004, y de 12,5% en lo corrido de 2005).

La aceleración del crecimiento de M3 (y del M3 privado en particular) estaría relacionada, principalmente, con un cambio en el portafolio de los agentes a favor de activos domésticos, en la medida en que las condiciones externas favorables (por la fortaleza de la demanda mundial, remesas provenientes del exterior, bajos *spreads* y bajas tasas de interés externas) inducen expectativas de apreciación y un mayor rendimiento relativo de los activos domésticos. Sin embargo, no debe descartarse el impacto del crecimiento del PIB en la evolución de M3. En efecto, las estimaciones del impacto del aumento del ingreso sobre la demanda de los agregados monetarios amplios han arrojado valores elevados (elasticidades ingreso de largo plazo mayores que 2). Por lo tanto, parte de la evolución reciente de M3 puede explicarse por un efecto rezagado de la aceleración en el crecimiento del PIB, que ha tenido lugar desde 2003.

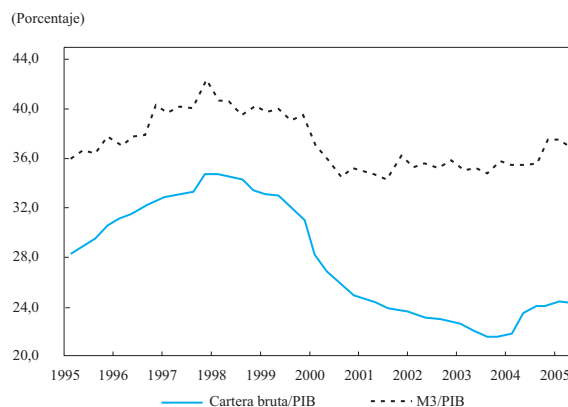
En síntesis, la actual expansión de los agregados monetarios reflejaría el comportamiento del ingreso y de las condiciones externas de la economía, sin que su peso relativo (como proporción del PIB) sea todavía equiparable al que alcanzó en el período anterior a la crisis de finales de los noventa. Igual ocurre con el grado de profundización financiera (aproximado por la participación del crédito en el PIB), el cual se mantiene muy por debajo de los niveles que alcanzó en esos años (Gráfico 20).

La ampliación de la brecha entre estos dos indicadores refleja la recomposición del activo del sistema financiero, principalmente hacia títulos del Gobierno. Al mismo tiempo, en los últimos años las firmas han sustituido en forma importante crédito bancario por créditos directos ofrecidos por proveedores, reinversión de utilidades y colocación de bonos y papeles en el mercado bursátil (Cuadro 3).

## 2. Crédito

La cartera (en moneda legal) se aceleró en el segundo trimestre frente al primero (Gráfico 21). Así, en junio, la cartera bruta creció 14,6% frente a 11,2% en marzo. Este aumento en el crecimiento se reflejó en los diferentes tipos de cartera, especialmente en la comercial, que pasó de 10,4% en marzo, a 13,6% en junio. La cartera de consumo y microcrédito continúa aumentando a altas tasas (35,2%), y la hipotecaria presentó una menor caída (-4,7% frente a -8,2% en marzo). Por el

### PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA



Fuente: Superintendencia Bancaria, DANE y Banco de la República.

*El crecimiento monetario refleja una mayor demanda por liquidez, debido al aumento del ingreso y a las mejores condiciones externas.*

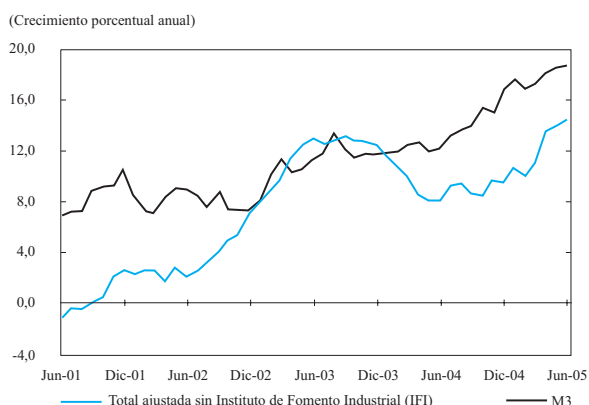
PASIVOS DE LAS ENTIDADES NO FINANCIERAS REGISTRADAS EN LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES

Descripción	2001	2002	2003	2004	1 Trim. 2005
<b>Niveles (Billones de pesos)</b>					
Obligaciones financieras totales	6,58	8,43	7,61	6,53	6,02
Bonos y papeles comerciales totales	1,08	2,28	3,78	4,22	4,70
Cartera comercial	24,04	27,19	31,87	34,84	36,49
Bonos más cartera comercial	25,13	29,47	35,65	39,06	41,19
<b>Como porcentaje del pasivo (%)</b>					
Obligaciones financieras totales	48,9	50,0	41,9	34,9	30,9
Bonos y papeles comerciales totales	8,1	13,5	20,8	22,6	24,2
<b>Como porcentaje de la cartera comercial (%)</b>					
Bonos y papeles comerciales totales	4,5	8,4	11,9	12,1	12,9

Fuente: Superintendencia de Valores, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 21

CARTERA BRUTA NOMINAL (\*) Y M3

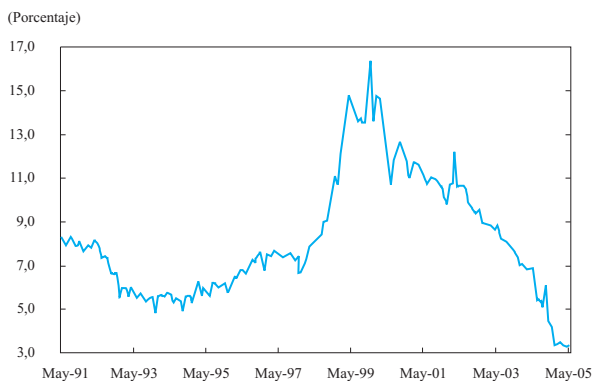


(\*) En M/L excluido FEN.

Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 22

CALIDAD DE LA CARTERA TOTAL DEL SISTEMA FINANCIERO (CARTERA VENCIDA/CARTERA BRUTA)



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

contrario, la cartera en moneda extranjera se expandió a un ritmo menor, aunque sigue creciendo a tasas altas (33,8% en junio frente a 78,9% en marzo).

La recuperación del crédito ha venido acompañada de la mejoría en la calidad de la cartera. El indicador de participación de la cartera vencida en la cartera total está hoy en su mínimo nivel histórico (Gráfico 22).

3. Tasas de interés

Luego de que la JDBR decidiera bajar las tasas de intervención en 25 pb el 17 de diciembre de 2004, y que optara por cerrar la ventanilla de contracción a finales del año pasado, la DTF comenzó a caer, y rompió con la estabilidad que mostró por casi tres años (Gráfico 23). Desde la tercera semana de diciembre de 2004 la DTF (7,79%) ha disminuido 61 pb y, en el último trimestre, 26 pb. A partir del 17 de diciembre de 2004, la TIB cayó 42 pb. Sin embargo, en los últimos tres meses la tasa de interés interbancaria (TIB) repuntó 10 pb, y se acercó al nivel de la tasa de interés de intervención de expansión (6,5%). La estabilidad de la TIB en un contexto de alto crecimiento de la liquidez primaria apoya la interpretación sobre el crecimiento de la demanda y la inexistencia de excesos de liquidez primaria.

Esta caída en las tasas pasivas en el primer semestre de 2005 se ha transmitido en gran medida, a las tasas de colocación, excepto a la ordinaria (Gráfico 24). La tasa

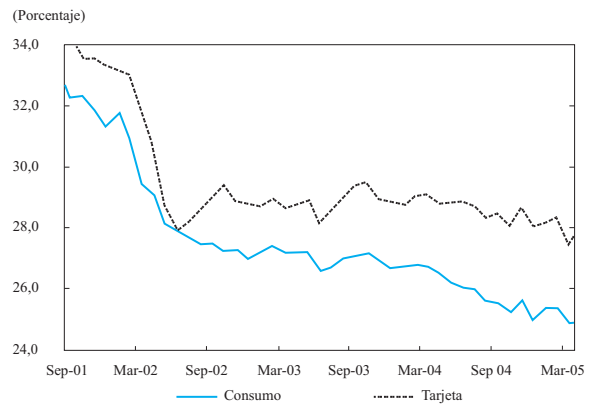
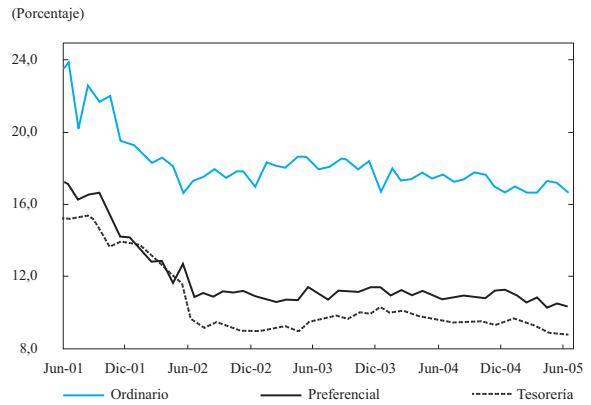
de interés para créditos de consumo cayó 63 pb entre diciembre de 2004 y junio de 2005. La de tarjeta de crédito se redujo 50 pb, mientras la preferencial y la de tesorería lo hicieron en 89 pb y 68 pb., respectivamente. La tasa para créditos ordinarios se mantuvo relativamente estable.

#### 4. Mercado de deuda pública interna y precios de los activos

Después del repunte observado en la curva de rendimientos de los títulos de deuda pública (TES) en marzo pasado, el mercado secundario de TES se ha venido valorizando significativamente, al punto de alcanzar en junio las menores tasas de interés reales históricas (Gráfico 25). Al mismo tiempo, la curva de rendimientos en mayo y junio se aplanó significativamente por descensos relativamente moderados en plazos cortos y medios, y descensos más pronunciados en los plazos más largos (Gráfico 26). Es así como el diferencial entre los TES-2014 y TES-2006 cayó en 49 pb en los últimos dos meses. La reducción de las tasas de largo plazo de los TES y el aplanamiento de su curva de rendimientos puede ser parte de un proceso de reducción de tasas de largo plazo a nivel mundial y refleja un mayor apetito por las emisiones de países emergentes de mayor riesgo relativo (véase Recuadro 3).

GRÁFICO 24

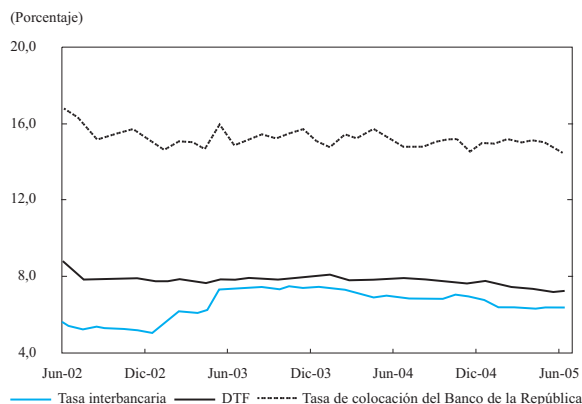
TASA DE INTERÉS NOMINAL POR TIPO DE COLOCACIÓN



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 23

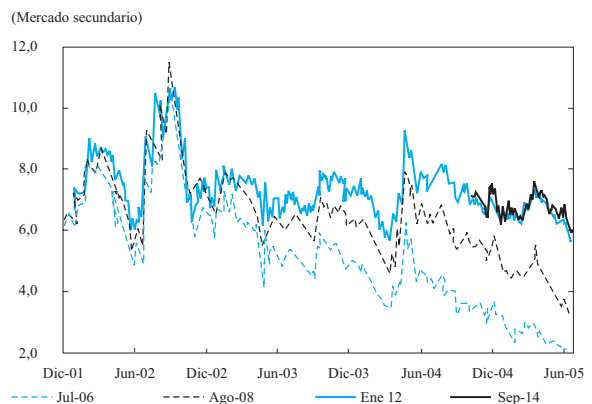
TASAS DE INTERÉS NOMINAL



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos del Banco de la República.

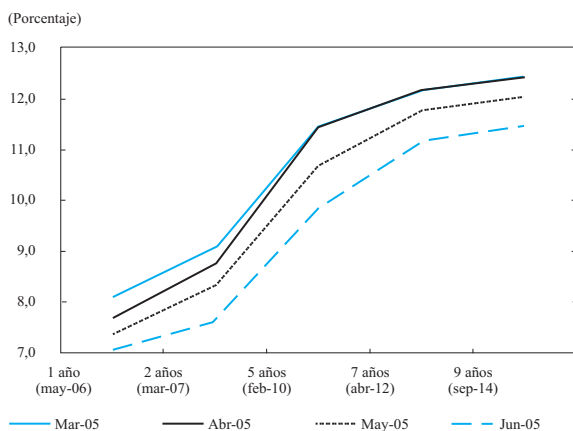
GRÁFICO 25

TASAS DE INTERÉS REAL DE TES (\*)



Fuente: SEN, Banco de la República.

GRÁFICO 26

**CURVA DE RENDIMIENTOS  
TES MERCADO SECUNDARIO (SEN)**


Fuente: SEN, Banco de la República.

GRÁFICO 27

**ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA DE COLOMBIA**


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia, cálculos del Banco de la República.

Por otra parte, en el segundo trimestre el mercado de acciones colombiano volvió a mostrar una tendencia creciente después de la caída registrada en marzo. Su nivel sigue siendo alto (Gráfico 27). Este buen desempeño de la bolsa de valores en el segundo trimestre del año estuvo asociado con la revaluación del peso, las bajas tasas de interés reales, la gran dinámica que muestran las exportaciones colombianas, los buenos resultados del sector real y financiero y las noticias de fusiones y venta de entidades colombianas.

De otro lado, en 2004, de acuerdo con la información tomada del Departamento Nacional de Planeación (DNP), los precios de la vivienda en Bogotá se habrían incrementado en 8,3% y en 12,5% en Medellín. La información más reciente del DANE sobre el precio de la vivienda nueva (al primer trimestre de 2005) no muestra incrementos adicionales, e incluso presenta una ligera caída (-0,5% en marzo).

**D. INTENSIDAD EN LA UTILIZACIÓN  
DEL FACTOR TRABAJO Y MERCADO  
LABORAL**

En el corto plazo las firmas responden a aumentos en la demanda utilizando de manera más intensiva sus factores de producción. Sin embargo, hacer esto de manera indefinida no es rentable. Los incrementos adicionales en la intensidad de la utilización de estos factores tienen efectos marginales decrecientes sobre la producción, y crecientes en los costos. Por ejemplo, en el caso del factor trabajo, las horas extras tienen un precio mayor que las de la jornada

ordinaria, y además, existen restricciones legales que limitan su uso<sup>2</sup>. De esta manera, si las firmas consideran que el cambio en la demanda es permanente, tienen incentivos para ampliar su planta de personal. Si en ese momento el mercado laboral es *holgado*, se observará un aumento en la tasa de ocupación. Si por el contrario, el mercado está *ajustado*, el incremento en la demanda por trabajo inducirá un aumento en los salarios. Si no hay cambios en la productividad, los costos marginales de producción se incrementarán y generarán presiones inflacionarias.

<sup>2</sup> A menos que el Ministerio de la Protección Social expida un permiso, en ningún caso las horas extras de trabajo, diurnas o nocturnas, pueden exceder dos horas diarias y doce a la semana.

La tasa de utilización de estos factores puede ser un indicador de presiones inflacionarias potenciales. Sin embargo, la medición de este indicador no es simple y, en muchos casos, solamente se infiere de manera indirecta. Además, es difícil identificar si los cambios en el indicador están asociados con variaciones en la productividad o en la intensidad de la utilización del factor. En esta ocasión se presenta un ejercicio con frecuencia semestral, para la intensidad de la utilización del trabajo en el sector privado. Se define el producto por trabajador como el PIB semestral, excluidos los servicios del Gobierno y se divide por el promedio de ocupados, diferentes a los obreros y empleados del Gobierno, a nivel nacional para el período respectivo<sup>3</sup>. También se presenta una medida alternativa para el caso urbano<sup>4, 5</sup>.

*En 2004 y 2005 ha tenido lugar un aumento importante del producto por trabajador en la economía.*

Las dos medidas, que se presentan en el Gráfico 28, muestran un aumento importante del producto por trabajador, para 2004 y 2005. Este resultado puede reflejar un aumento en la productividad o una mayor intensidad en la utilización del factor trabajo. Si la productividad ha aumentado de manera sostenible, los riesgos sobre presiones inflacionarias son bajos. Si, por el contrario, el aumento se explica por una mayor intensidad, la demanda por trabajo seguramente aumentará. Según las condiciones del mercado laboral, lo último puede reflejarse o en un aumento de la ocupación o en presiones inflacionarias mediante mayores costos salariales.

En lo corrido de 2005 el mercado laboral, por lo menos el urbano, es menos holgado que hace dos años, como lo muestran las siguientes cifras:

- La tasa de desempleo ha disminuido 3 pp entre mayo de 2003 y 2005<sup>6</sup> (Gráfico 28);
- El crecimiento en el número de ocupados (4,0% anual a mayo)<sup>7</sup>, que refleja un aumento en la demanda por trabajo asociado con una mayor intensidad en la utilización de este factor (Gráfico 28);
- La disminución en 1,4 pp de la tasa global de participación (TGP) en los dos últimos años<sup>8</sup>, asociada con un crecimiento moderado de la población económicamente activa.

<sup>3</sup> La información de ocupados, diferentes a los obreros y empleados del Gobierno, proviene de la encuesta continua de hogares (ECH) del DANE por posición ocupacional.

<sup>4</sup> En este caso se calcula el PIB semestral, sin servicios del Gobierno, agricultura y minería, y se divide por el promedio del número de ocupados excluido los obreros y empleados del Gobierno para 13 ciudades en el período respectivo.

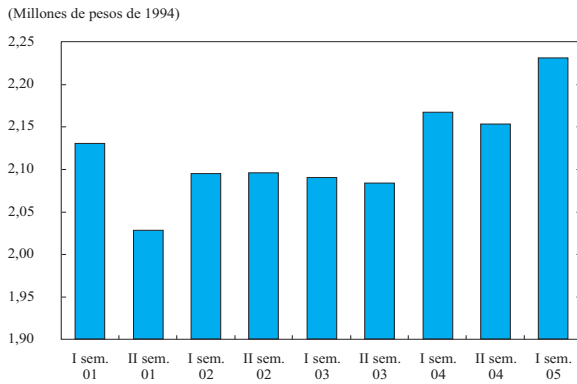
<sup>5</sup> En el momento de la elaboración de este informe no hay cifras disponibles para el crecimiento del PIB del segundo trimestre ni para la ECH del mes de junio. Las mediciones para el primer semestre del presente año se hicieron teniendo en cuenta los pronósticos de la Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE) del Banco de la República para el crecimiento del PIB por ramas de actividad económica en el segundo trimestre. Así mismo se asumió que en el mes de junio el empleo, tanto a nivel nacional como para las 13 ciudades, puede presentar un crecimiento igual al observado para lo corrido del año hasta el mes de mayo.

<sup>6</sup> Esta disminución corresponde al promedio móvil de orden 3 para 13 ciudades. Los datos puntuales para el mismo período muestran una caída en la tasa de desempleo de 16,7% en mayo de 2003 a 13,9% en mayo del presente año (2,8 pp).

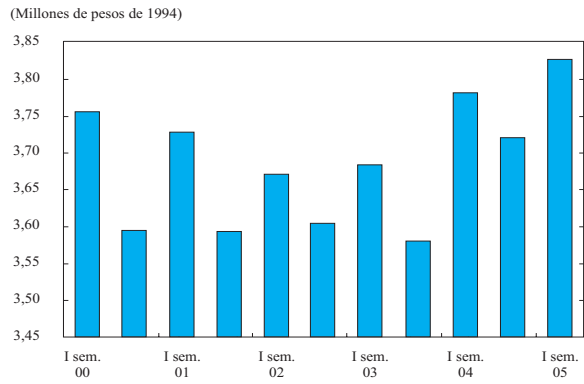
<sup>7</sup> Este crecimiento corresponde al promedio móvil de orden 3 para 13 ciudades. Los datos puntuales para el mismo período muestran un crecimiento anual de 3,7%.

*No se descarta la aparición, a mediano plazo, de cuellos de botella en algunos segmentos del mercado laboral.*

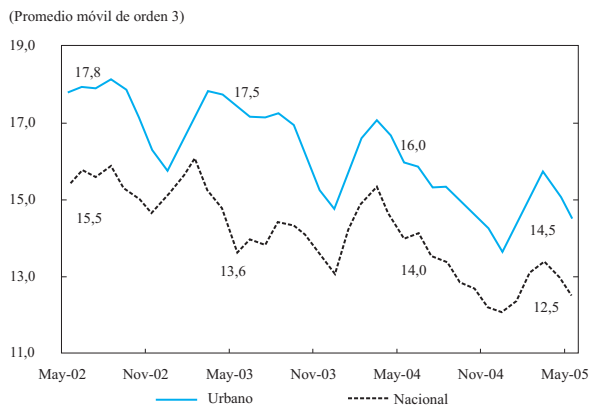
PRODUCTO POR TRABAJADOR - TOTAL NACIONAL



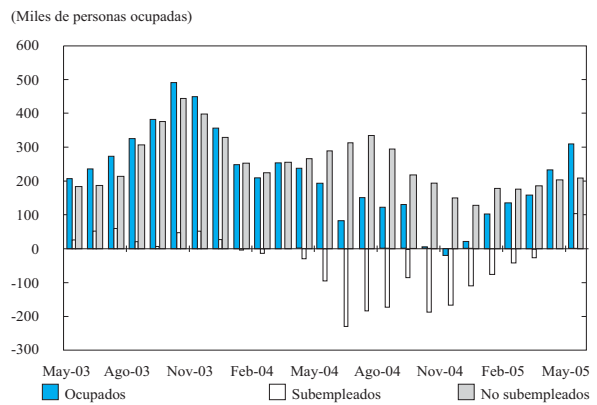
PRODUCTO POR TRABAJADOR - URBANO



TASA DE DESEMPLEO (PROMEDIO MÓVIL DE ORDEN 3)



CREACIÓN DE EMPLEO EN 13 CIUDADES (PROMEDIO MÓVIL DE ORDEN 3)



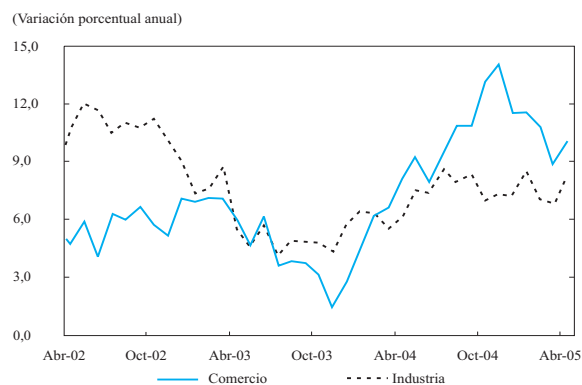
Fuente: Banco de la República y DANE, cálculos del Banco de la República.

Así mismo, hace más de un año se observa que algunos sectores han reajustado los salarios por encima de la meta de inflación. Tal es el caso del comercio (10,1% anual a abril), el trabajo calificado en la construcción (9,7% anual a junio para ingenieros auxiliares y 14,4% para contadores) y la industria (8,3% anual a abril para los obreros) (Gráfico 29). Sin embargo, otros sectores han tenido incrementos salariales moderados, como el trabajo no calificado en la construcción (obrero, oficial, capataz y operador, cuyo incremento promedio anual a junio es de 4,6%).

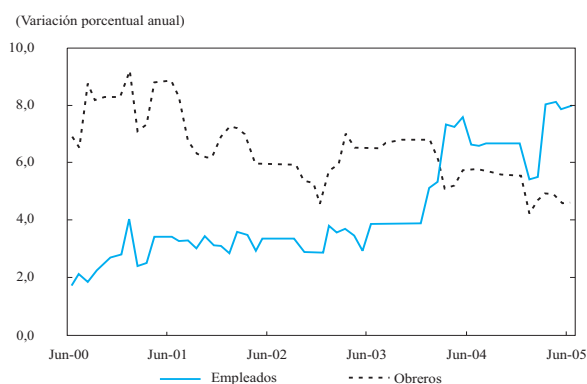
De otro lado, las medidas disponibles de productividad para el comercio y la industria (ventas por trabajador y producto por hora trabajada, respectivamente),

<sup>8</sup> Este crecimiento corresponde al promedio móvil de orden 3 para 13 ciudades. Los datos puntuales para el mismo período muestran que la TGP pasó de 64,3% en mayo de 2003 a 62,3% en el mismo mes de 2005.

## SALARIOS NOMINALES

DEL COMERCIO AL POR MENOR  
Y LA INDUSTRIA (OBREROS)

## DE LA CONSTRUCCIÓN PESADA (\*)



(\*) Obreros: capataz, obrero, oficial y operador. Empleados: Ingeniero director, ingeniero auxiliar, almacenista, contador y celador.  
Fuente: MMCP, MMM y ICCP - DANE.

muestran un incremento. Otro indicador en la misma dirección es el aumento en el capital por trabajador, asociado a la dinámica de la inversión en los últimos tres años. Debido a la evolución de la productividad, el costo laboral unitario (CLU) de la industria (ajustado por horas promedio trabajadas) no muestra ninguna variación en el último año. Sin embargo, es conveniente señalar que estas medidas de productividad pueden estar afectadas por el ciclo económico, y no indican, por sí mismas, si el incremento en la productividad es o no sostenible. De no serlo, los incrementos en los salarios reales podrán ser inflacionarios (Gráfico 30).

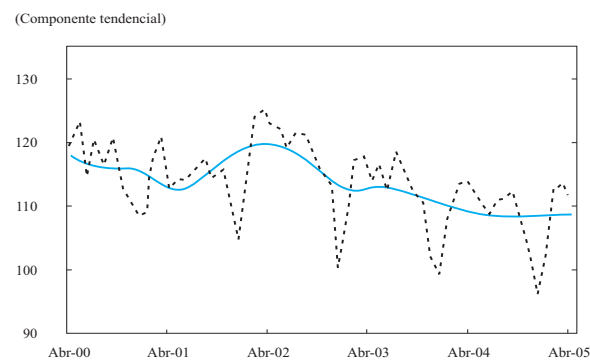
En síntesis, en los últimos 18 meses algunos segmentos del mercado laboral, especialmente de trabajo calificado o semicalificado, han presentado ajustes salariales por encima de la meta de inflación. Estos incrementos parecen haber sido acomodados, temporalmente, por mejoras de la productividad. Así mismo, para la economía en general, no se observa un mercado laboral ajustado (la tasa de desempleo se ubica por encima de la Nairu<sup>9</sup>). Sin embargo, no se descarta la aparición, a mediano plazo, de cuellos de botella en algunos segmentos del mercado.

E. INFLACIÓN A JUNIO  
Y SUS DETERMINANTES

## 1. Inflación a junio

En junio la inflación retomó la tendencia decreciente que presentaba hasta el trimestre anterior, luego de permanecer por tres meses estable alrededor del 5%. Su nivel llegó a 4,8%, de manera que se situó por debajo del punto central del rango meta (Gráfico 31). La reducción en la inflación se logró gracias a la inflación sin alimentos, la cual ha presentado una tendencia decreciente continua en lo que va del año, y se encuentra, en junio, en niveles del 4,3%, por debajo del rango meta definido por el Banco (Gráfico 1). Así, los resultados del segundo trimestre ratificaron la caída de la inflación básica observada en el primer trimestre

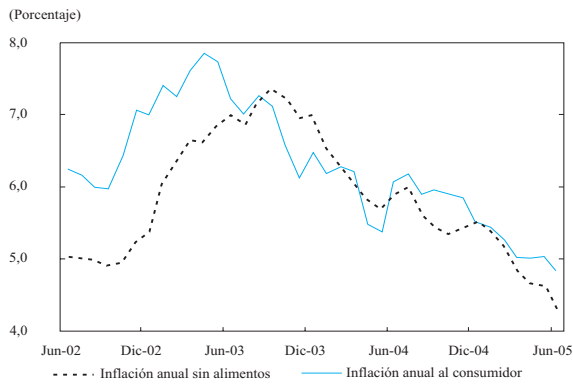
<sup>9</sup> Se define Nairu como tasa de desempleo de inflación estable, por sus siglas en inglés.

COSTO LABORAL UNITARIO REAL POR HORA  
TRABAJADA EN LA INDUSTRIA

Fuente: MMM, DANE, cálculos Banco de la República.

GRÁFICO 31

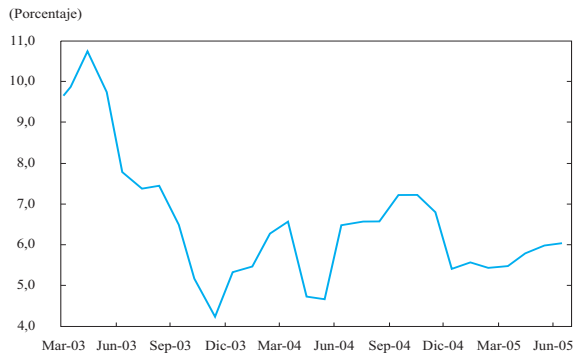
INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR (IPC)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 32

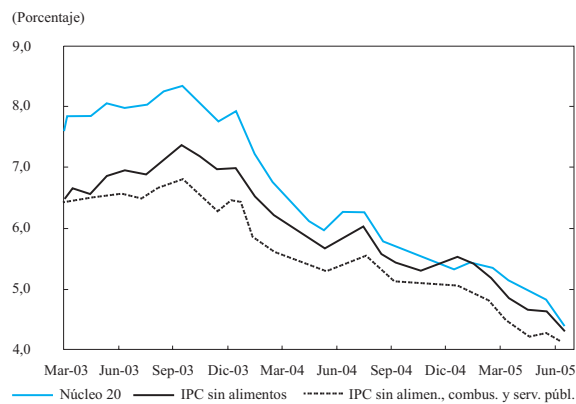
IPC DE ALIMENTOS (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 33

INDICADORES DE INFLACIÓN BÁSICA (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

y que no había sido explicada plenamente por los modelos del Banco.

La inflación total no ha presentado mayores reducciones debido a un importante incremento de la inflación de alimentos de 5,4% en diciembre a 6,1% en junio (Gráfico 32). Dentro de los componentes que hicieron que la inflación de alimentos se incrementara en lo corrido del año sobresalen los alimentos perecederos (papa, yuca, zanahoria y arveja, entre otros). Por el contrario, la inflación de alimentos procesados ha continuado reduciéndose, aunque a un ritmo menor al esperado, si se tiene en cuenta la apreciación acumulada y la disminución en los precios internacionales. Conviene señalar que una parte importante de los alimentos procesados (cereales y aceites) son de origen importado.

Se debe señalar que en el *Informe sobre Inflación* de marzo, la inflación total se proyectaba a junio en 4,8%, en línea con lo observado. No obstante, se presentaron errores de alguna magnitud cuando se observan los resultados por componentes de la canasta. Así, la inflación de alimentos fue subestimada por el Banco en 75 pb, debido a que los pronósticos no anticiparon plenamente el incremento de los alimentos perecederos como la papa. Por su parte, la inflación sin alimentos fue sobrestimada en 31 pb, debido a que los pronósticos no preveían la importante reducción registrada por arriendos en junio, ni el efecto adicional que ha ocasionado la apreciación acumulada del tipo de cambio en la inflación de transables. Los pronósticos tampoco anticiparon la magnitud de la caída de la inflación de regulados.

En cuanto a la inflación básica o subyacente, los tres indicadores más confiables (núcleo 20, IPC sin alimentos e IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos) han mostrado reducciones constantes, y en junio su promedio se ubicaba en 4,25%, el nivel más bajo desde que se empezaron a calcular, en 1998. (Gráfico 33). La reducción más importante desde marzo se ha visto en la inflación núcleo (75 pb) seguida por la inflación sin alimentos (53 pb). A junio, todos los indicadores estaban por debajo del piso del rango meta definido por el Banco para 2005.

Al descomponer la inflación sin alimentos entre transables y no transables se observa una importante



tendencia decreciente en ambos grupos. En lo corrido del año la inflación de transables<sup>10</sup> es el componente que más ha contribuido a la reducción de la inflación sin alimentos y de los otros indicadores de inflación subyacente, así como al bajo nivel registrado por estos en junio. A este mes la inflación de transables se ubicó en 2,9%, se redujo 60 pb en el segundo trimestre y 155 pb, en lo corrido del año (Gráfico 34). La tendencia en la inflación de este grupo se debe, entre otras cosas, a la apreciación acumulada del tipo de cambio y a una reducción importante en la inflación de combustibles (350 pb en el trimestre) (Gráfico 35). Excluidos los combustibles, se observa una caída menos pronunciada pero no despreciable de 2,5% en marzo, a 2,1% en junio (Gráfico 34).

Por su parte, la inflación de no transables<sup>11</sup> también presentó una importante reducción en el segundo trimestre (concentrada en el mes de junio) al ubicarse en 5,2% frente a 5,7% en marzo y 6,2% en diciembre de 2004 (Gráfico 36). La caída en el último mes fue de 38 pb, la mayor en lo corrido del año. Entre diciembre y junio la reducción fue de 100 pb.

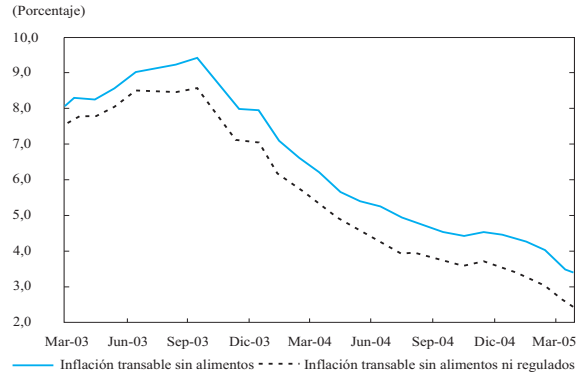
Al analizar en detalle este grupo, se observa que la inflación de los regulados continuó decreciendo gracias, principalmente, a servicios públicos. En lo corrido del año este subgrupo acumuló una caída de 200 pb (Gráfico 5). Por otra parte, la inflación de arriendos también mostró un desempeño favorable, al pasar de 4,5%, en marzo, a 4% en junio. En lo corrido del año la inflación de este subgrupo se redujo en 66 pb, y se concentró en el último mes (Gráfico 7). Finalmente, la inflación para el resto de no transables interrumpió su tendencia decreciente en los últimos dos meses, y a junio se situó en 5,1%, 29 pb por encima del mínimo nivel observado para el año en curso (4,8% en abril) (Gráfico 37). El incremento registrado en los últimos dos meses se debe, principalmente, a ajustes

<sup>10</sup> Incluye la canasta de transables sin alimentos citada en informes anteriores y el rubro de combustibles, al tratarse de un bien regulado muy correlacionado con variables externas.

<sup>11</sup> Incluye la canasta de no transables sin alimentos, citada en informes anteriores, así como transporte urbano e intermunicipal y servicios públicos, los cuales tienen precios regulados.

GRÁFICO 34

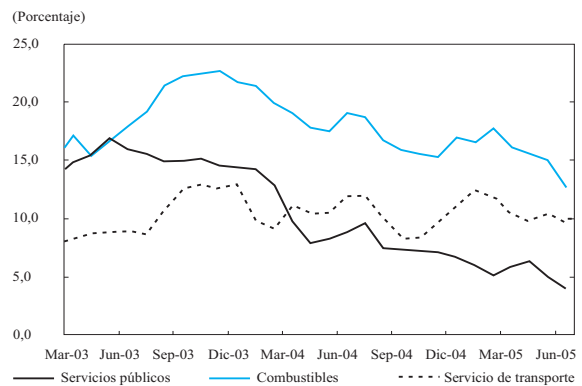
**IPC DE TRANSABLES SIN ALIMENTOS (VARIACIÓN ANUAL)**



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 35

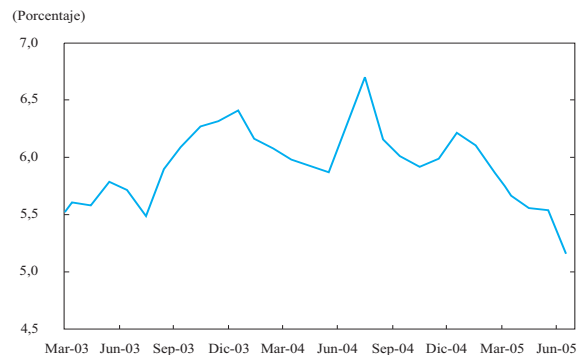
**INFLACIÓN DE REGULADOS POR COMPONENTES (VARIACIÓN ANUAL)**



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 36

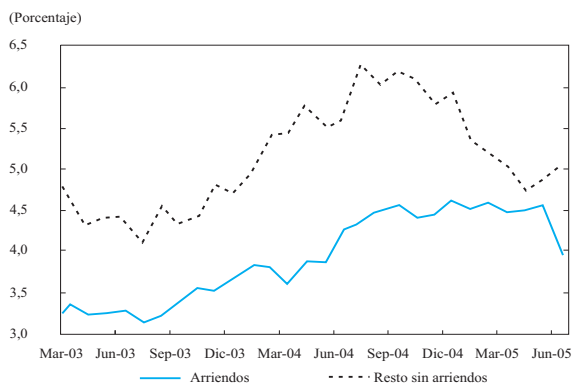
**IPC DE NO TRANSABLES SIN ALIMENTOS (VARIACIÓN ANUAL)**



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 37

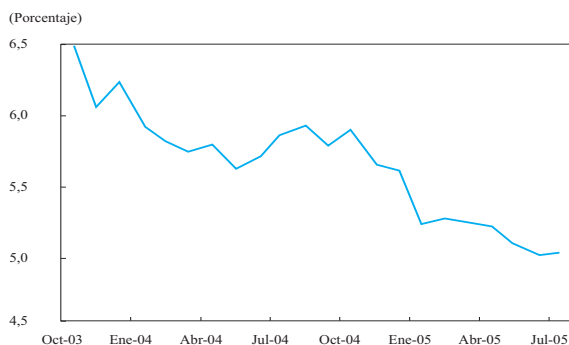
**DESCOMPOSICIÓN DE IPC NO TRANSABLES (\*)  
(VARIACIÓN ANUAL)**



(\*) Sin alimentos ni regulados.  
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 38

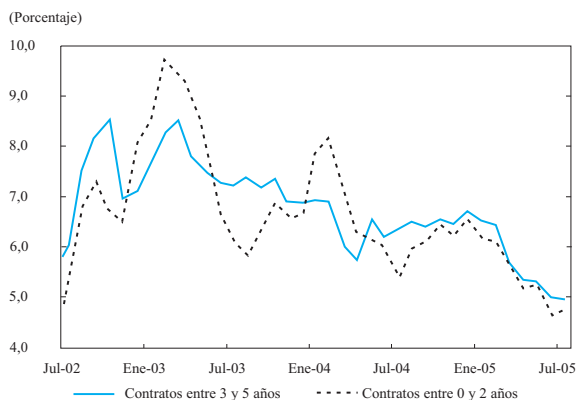
**PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN ANUAL  
A DICIEMBRE DE CADA AÑO SEGÚN  
BANCOS Y COMISIONISTAS DE BOLSA**



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 39

**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DERIVADAS DE LOS  
CONTRATOS , TES TASA FIJA Y TES TASA VARIABLE**



Fuente: Banco de la República.

en servicios como salud y diversión, cultura y esparcimiento.

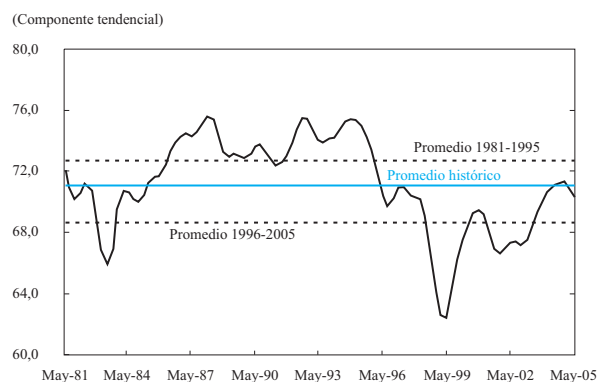
**2. Determinantes de la inflación a junio**

El análisis de los canales de transmisión de la política monetaria ofrece facilidades para identificar los factores que están detrás de la tendencia decreciente de la inflación básica en Colombia. En el informe anterior se habían identificado cuatro factores que explicaban dicha tendencia. En orden de importancia estos eran: la apreciación del tipo de cambio, la reducción de las expectativas de inflación, las pocas presiones de demanda y, en menor medida, la inexistencia de presiones de costos, especialmente salariales.

Del análisis de las tendencias inflacionarias durante los últimos tres meses se puede afirmar que estos factores fundamentales continúan operando en su mayor parte, como se ilustra a continuación:

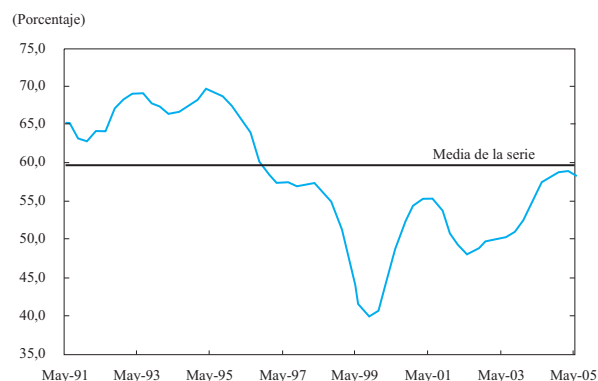
- *La apreciación del tipo de cambio.* Aunque el tipo de cambio ha permanecido estable desde hace ya varios meses, la apreciación que tuvo lugar en 2004 ha seguido afectando la inflación anual, dado el rezago normal del canal de transmisión (entre uno y dos trimestres para la inflación trimestral). Así lo demuestra la caída de la inflación de transables sin alimentos señalada en la sección anterior. Aunque el ritmo al cual se desacelera la inflación de esta subcanasta disminuyó con el transcurso del año, su contribución a la reducción de la inflación sin alimentos sigue siendo grande.
- *La reducción de las expectativas.* Al igual que en el primer trimestre, los diversos indicadores de expectativas de inflación siguieron mostrando caídas continuas. Estas podrían haberse acentuado en los últimos meses, a juzgar por la reducción significativa del indicador obtenido a partir del rendimiento de los TES tasa fija y tasa variable (gráficos 38 y 39). En general, los indicadores disponibles muestran que los mercados financieros y las firmas esperan que la inflación termine el año muy cerca del punto

## UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA (UCI)



Fuente: Fedesarrollo, cálculos del Banco de la República.

## PORCENTAJE DE EMPRESAS CON UCI POR ENCIMA DEL PROMEDIO HISTÓRICO DE LA INDUSTRIA



Fuente: Fedesarrollo, cálculos del Banco de la República.

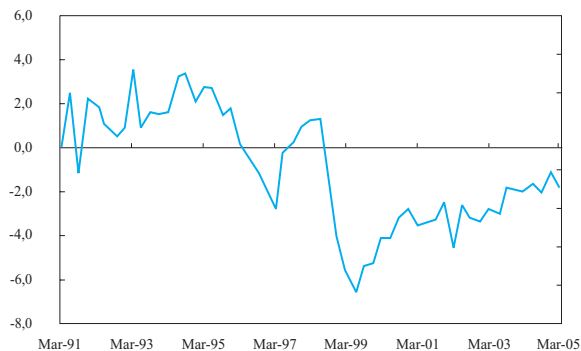
medio de la meta, y que este nivel se mantenga a comienzos de 2006. De igual manera, la credibilidad en la meta, según lo mide la encuesta trimestral del Banco, se encontraba en abril en 79%, el mayor registro desde que se recoge esta información. Todo lo anterior, que puede interpretarse como un aumento de la confianza en la política monetaria que seguramente contribuye a desincentivar incrementos de precios y salarios muy por encima de la meta, disminuye la indización de los contratos y ayuda a la reducción de la inflación.

- **Costos laborales.** Como se analiza en detalle en la sección sobre el mercado laboral, en la actualidad hay alguna evidencia que muestra una utilización más intensiva del factor trabajo. En la misma línea, otros indicios, como el crecimiento del empleo y la caída en la TGP y en la tasa de desempleo, sugieren que el mercado laboral es, hoy en día, menos holgado que hace un año. Estas circunstancias pueden estar reflejándose ya en un incremento de los salarios nominales para mano de obra calificada por encima de la inflación, en algunos sectores como construcción, industria y comercio (gráfico 28 de la sección I. D.). Sin embargo, de acuerdo con mediciones efectuadas por la SGEE del Banco de la República, buena parte de los aumentos en el salario real parecen haber sido compensados por incrementos en la productividad. De esta forma, indicadores del costo laboral unitario ajustado por horas trabajadas, como el de la industria se han mantenido estables en lo corrido del año.

- **Presiones de demanda y brecha del producto.** En el *Informe sobre inflación* ha sido usual identificar presiones de demanda a partir de indicadores de brecha del producto. Dada la incertidumbre que rodea este ejercicio, en el Banco usualmente se hace un examen exhaustivo de una amplia gama de indicadores de demanda y de capacidad productiva. Entre estos indicadores conviene señalar la utilización de capacidad instalada para la industria (UCI) de Fedesarrollo y el porcentaje de empresas que presentan una UCI por encima de su promedio histórico, entre otros (gráficos 40 y 41). Igualmente, se utilizan indicadores de naturaleza cualitativa, como la percepción que tienen los industriales de la demanda en términos de un problema para la expansión de la producción (a partir de la encuesta de la Asociación

## BRECHA DEL PRODUCTO

(Porcentaje del PIB potencial)



Fuente: Banco de la República.

Nacional de Industriales –ANDI–) o la disponibilidad de capacidad instalada para atender la demanda futura (Fedesarrollo).

La mayoría de indicadores muestra que la brecha se ha cerrado en el último año y medio, pero que la velocidad del cierre puede haber mermado un poco en los últimos meses. Por otro lado, los cálculos a partir del enfoque de la función de producción (y otros enfoques econométricos) que utilizan algunos de los indicadores anteriores (UCI, Nairu, Naicu) muestran que la brecha sigue siendo negativa. Teniendo en cuenta estas mediciones, para este informe se estima que la brecha se encuentra alrededor de -1,6%, para la primera mitad del presente año (Gráfico 42). El crecimiento sostenido de la inversión en los últimos tres

años respalda esta estimación, al haber permitido la expansión de la capacidad productiva lo suficientemente como para absorber la el incremento en la demanda agregada sin efectos inflacionarios importantes. De esta forma, se puede concluir que no hay evidencia clara sobre la existencia de presiones inflacionarias de demanda, y que en los próximos meses estas podrían seguir siendo limitadas.

A pesar de lo anterior, debe tenerse en cuenta que la reducción de la inflación sin alimentos desde diciembre se ha presentado en momentos en que la economía crece a tasas cercanas a 4%, por tercer año consecutivo, y con tasas de crecimiento para la demanda agregada incluso superiores. Dicho crecimiento no está muy alejado de lo que ha sido el crecimiento promedio histórico de la economía colombiana en las últimas décadas, por lo cual no deja de sorprender la aparente ausencia de presiones sobre precios, originadas en la demanda, tal como lo sugiere la importante caída de la inflación de no transables (sin alimentos). Por ello, y por la incertidumbre que rodea el cálculo de los indicadores de brecha, conviene hacer un seguimiento estrecho del comportamiento de la demanda y de indicadores de precios sensibles a ella, como la inflación de no transables (sin alimentos).

## EL EFECTO DE LOS DÍAS HÁBILES EN LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL

Mario Nigrinis O.

Andrés Mauricio Velasco M.\*

El DANE utiliza la muestra mensual manufacturera (MMM) para medir el comportamiento de la producción industrial. La encuesta se realiza con frecuencia mensual, a nivel nacional, a partir de una muestra de los establecimientos industriales con 10 o más personas ocupadas, o con un valor de producción anual igual o superior a 60 millones de pesos de 1997.

Los establecimientos responden preguntas relacionadas con la producción, ventas, empleo, remuneración y horas trabajadas durante el mes. La muestra se actualiza anualmente, con un rezago de tres años, de acuerdo con el censo de establecimientos de la encuesta anual manufacturera (EAM).

En Colombia, la jornada máxima ordinaria laboral establecida legalmente no puede exceder de ocho horas-operario diarias o de 48 horas-operario semanal. Por esta razón, se consideran como días hábiles desde el lunes hasta el sábado (con excepción de los días festivos).

Cuando las empresas deciden producir en días no hábiles tienen que asumir costos laborales superiores, dada la legislación vigente. Los resultados sobre producción y horas trabajadas que se reportan en la MMM del DANE están afectados por el número de días totales que se trabajó en el mes.

En promedio, desde enero de 1980 hasta mayo de 2005<sup>1</sup>, un mes tiene 25 días hábiles (Cuadro R1.1). De esta manera, un día hábil adicional (o menos) podría representar un incremento (o disminución) de la producción cercano al 4%.

El efecto de la irregularidad en el número de días hábiles de los meses sobre la variación anual de la producción industrial podría estar afectado por la dinámica de la economía. Cuando la demanda es alta, los empresarios podrían estar dispuestos a producir en días no hábiles. Por lo tanto, en esas ocasiones, el efecto de un día hábil menos sobre el crecimiento de la producción industrial podría ser inferior al efecto en meses en los cuales la demanda no es alta.

El Gráfico R1.1 muestra los días hábiles que ha tenido cada mes. La mayor variabilidad se observa en los meses de marzo y abril, lo cual se explica principalmente por la celebración de

\* Los autores son profesionales especializados en inflación de la Sección de inflación del Departamento de Programación e Inflación del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas son de responsabilidad exclusiva de los autores y sus contenidos no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

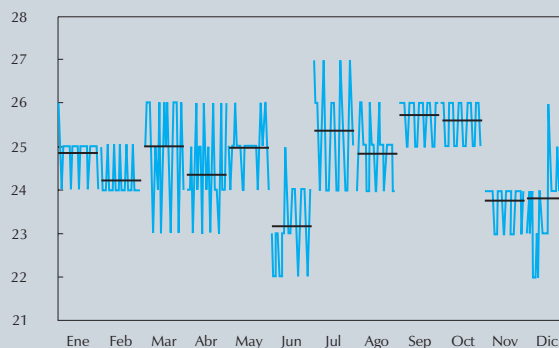
<sup>1</sup> Durante el período de estudio la MMM ha tenido tres modificaciones, para adaptarla a las revisiones que se han hecho a la clasificación CIIU. Dichas modificaciones pueden tener efectos estadísticos sobre los resultados al interior de los sectores industriales, pero no un efecto sobre los resultados del sector industrial consolidado.

**CUADRO R1.1**  
**DISTRIBUCIÓN DE LA MUESTRA DE DÍAS HÁBILES**

Días	Meses
22	9
23	32
24	94
25	100
26	66
27	4
Meses	305
Media	24,6
Mediana	25

Fuente: Banco de la República.

**GRÁFICO R1.1**  
**DÍAS HÁBILES Y PROMEDIO PARA CADA MES, 1980-2005**



Fuente: Banco de la República.

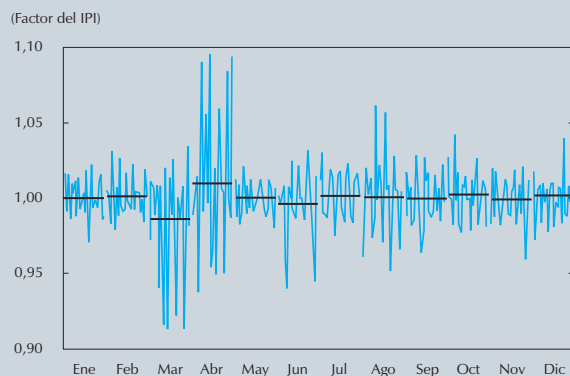
la Semana Santa. Otros meses, como julio y diciembre, presentan también alta variabilidad, pero en menor frecuencia.

Utilizando el método X-12 multiplicativo se descompone el índice de producción industrial (IPI) de la MMM en sus componentes cíclico, tendencial, estacional e irregular (o no explicado). El Gráfico R1.2 muestra el componente irregular del IPI. Teóricamente, éste debe fluctuar de forma estable alrededor de 1, puesto que corresponde a choques aleatorios que pueden ser tanto positivos como negativos<sup>2</sup>.

En el gráfico se observa una varianza inestable entre los diferentes meses, más alta en marzo y abril. La varianza del componente irregular del IPI para estos dos meses es el doble que la varianza del período completo.

<sup>2</sup> Por tratarse de un método multiplicativo, los valores sobre el eje Y representan variaciones porcentuales.

**GRÁFICO R1.2**  
**COMPONENTE IRREGULAR DEL ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (IPI)**



Fuente: Banco de la República.

Los días hábiles podrían ser la causa de la inestabilidad en el componente irregular de la producción industrial del DANE. Se han realizado diferentes ejercicios estadísticos y econométricos que dan luces sobre dicha relación.

Una regresión simple muestra que los días hábiles explican cerca del 20% del componente irregular de la producción industrial. Un ejercicio más adecuado<sup>3</sup>, en el que se tienen en cuenta las características no estacionarias (regular y estacional) de dicha serie, muestra que los días hábiles explican cerca del 60% del componente irregular del IPI.

Adicionalmente, con la metodología de redes neuronales análogas, se encontró una relación no lineal entre la serie del índice de producción industrial del DANE, la demanda de energía de ISA y los días hábiles. La relación no lineal encontrada apoyaría la hipótesis de que el efecto de los días hábiles sobre la producción depende de la demanda que enfrenta la industria.

El Gráfico R1.3 muestra el componente irregular de la serie ajustada por días hábiles<sup>4</sup>. Se observa que al considerar los días hábiles se corrige una parte de la varianza del componente irregular del IPI que se observa en el Gráfico R1.2.

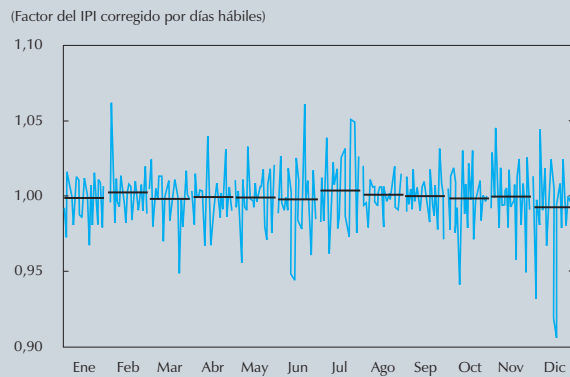
En síntesis, el efecto que tienen los días hábiles sobre la producción industrial se da sobre el componente irregular de la serie, es decir que explica cambios puntuales pero no tendencias o cíclicos.

Lo anterior ayuda a una interpretación más adecuada de resultados presentados por el DANE en los últimos meses. Por ejemplo, en marzo del presente año la producción industrial cayó

<sup>3</sup> Diferentes pruebas estadísticas muestran que el IPI es una serie I (1) con raíz unitaria regular y estacional. Por esta razón, la manera correcta de modelar la serie es transformándola mediante una diferencia regular y estacional.

<sup>4</sup> La corrección por días hábiles se efectúa dividiendo el IPI por el número de días hábiles. Así se obtiene la producción promedio diaria.

**GRÁFICO R1.3**  
**COMPONENTE IRREGULAR DEL ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (IPI) CORREGIDO POR DÍAS HÁBILES**



Fuente: Banco de la República.

4,2%<sup>5</sup>. Este mes tuvo dos días hábiles menos que marzo del año anterior. En contraste, la producción industrial creció 11,0% en abril, que tuvo dos días hábiles más que el mismo mes en 2004. En este caso, la irregularidad de los días hábiles habría afectado el crecimiento del PIB de la industria en el primer trimestre. Sin embargo, dicho efecto se corregiría en el segundo trimestre.

<sup>5</sup> De acuerdo con los resultados de la MMM del mes de abril de 2004.



## ¿QUÉ ESTÁ PASANDO CON LAS TASAS DE INTERÉS MUNDIALES DE MEDIANO Y LARGO PLAZOS?

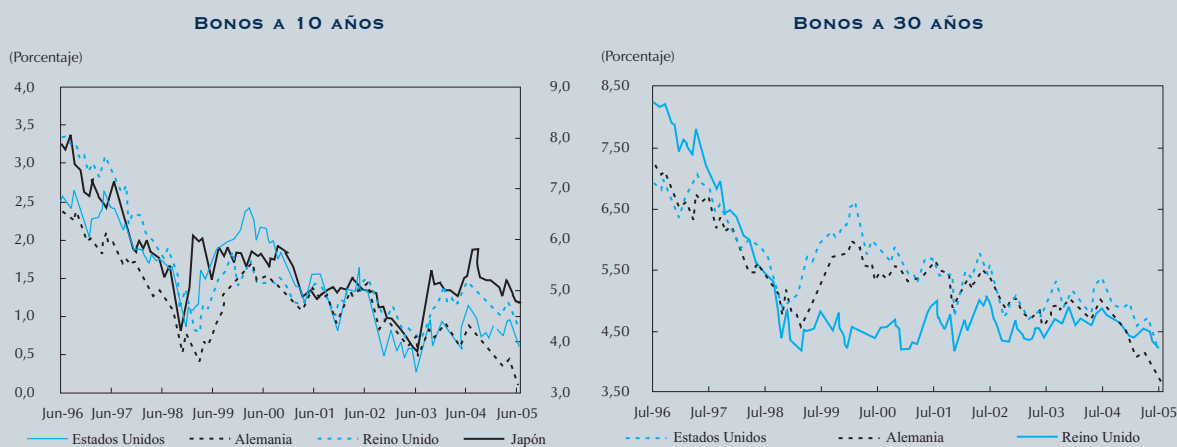
Luz Adriana Flórez\*

El comportamiento de las tasas de interés de largo plazo en los últimos meses ha generado algunas inquietudes entre los analistas. Mientras la Reserva Federal de los Estados Unidos ha venido incrementando sus tasas de interés de corto plazo, éstas, en lugar de aumentar, se han reducido. Alan Greenspan, el *chairman* de la Fed, se refiere a este fenómeno como un *conundrum* o enigma de tasas de interés.

Este fenómeno no ha sido exclusivo de la economía norteamericana. También se ha observado en buena parte de las economías desarrolladas y en no pocas economías emergentes incluida a Colombia (Gráfico R2.1). Hay varios argumentos que tratan de explicar dicha caída: 1) el aumento del ahorro mundial, 2) la caída en la inflación mundial, 3) las menores expectativas de crecimiento futuro, y 4) algunos factores micro.

El primero y el más importante argumento, resaltado por varios analistas como la principal causa de los niveles históricamente bajos en las tasas de interés, ha sido el incremento en el ahorro mundial. Este proviene, principalmente, de las economías asiáticas, las cuales han

GRÁFICO R2.1  
TASA DE INTERÉS DE LOS BONOS



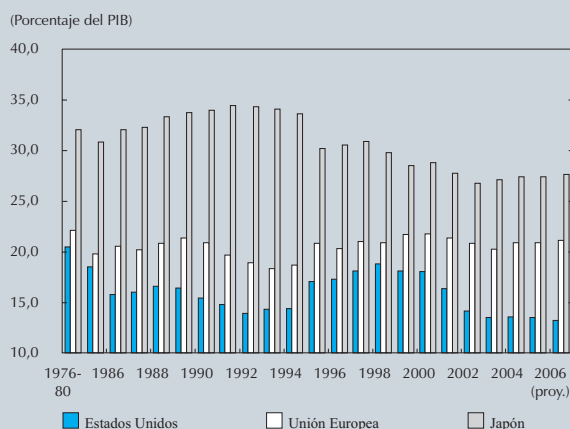
Fuente: Datastream.

\* La autora es profesional en inflación de la Sección de inflación del Departamento de Programación e Inflación del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas son de responsabilidad exclusiva de la autora y sus contenidos no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

aumentado su tasa de ahorro de 26% del PIB, en promedio, en los ochenta, a 40%, aproximadamente, en los últimos años. En el caso de los países desarrollados, la tasa de ahorro en Japón se ha reducido ligeramente, mientras que en la zona del euro ha permanecido estable. En contraste, la principal caída en la tasa de ahorro se observa en la economía norteamericana, que pasó de 20% en los años ochenta, a 13% del PIB en la actualidad (Gráfico R2.2). En este sentido, el aumento del ahorro mundial ha permitido el financiamiento del déficit externo de la economía norteamericana (de alrededor del 6% del PIB, el nivel más alto en su historia), sin generar un movimiento al alza en las tasas de interés<sup>1</sup>.

**GRÁFICO R2.2**  
**AHORRO MUNDIAL**

**ECONOMÍAS DESARROLLADAS**



**ECONOMÍAS EN DESARROLLO**



Fuente: Datastream.

<sup>1</sup> De acuerdo con Obstfeld y Rogoff, el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos absorbe cerca del 75% de los superavit en cuenta corriente de Alemania, Japón, China y otras economías del mundo.

El aumento del ahorro en las economías emergentes, especialmente las asiáticas, se explica, en parte, por la estrategia de acumulación de reservas internacionales que han adoptado varios bancos centrales, como mecanismo de protección para eventuales crisis financieras y para mantener sus tipos de cambio en niveles competitivos<sup>2</sup>. En otras economías emergentes el aumento del ahorro ha sido propiciado por los el incremento en los precios de sus productos básicos de exportación, y también por los avances en ajustes fiscales y reformas económicas, realizados en los últimos años.

El segundo factor que puede explicar las menores tasas de interés es la caída en las tasas de inflación en la mayoría de economías desarrolladas y emergentes, un hecho que ha sido posible gracias a una mayor integración financiera y comercial desde la década de los noventa. Al caer la inflación y las expectativas de inflación de manera permanente, las tasas de interés reales han podido permanecer en niveles inferiores a las observadas para el promedio de las últimas décadas (Gráfico R2.3).

El tercer factor argumenta que las bajas tasas de interés de largo plazo también podrían reflejar, particularmente en los últimos meses, menores expectativas de crecimiento futuro (Gráfico R2.4). Estas expectativas estarían asociadas con los temores que despierta el aumento en el precio del petróleo, en la inseguridad mundial por los ataques terroristas en algunas de las principales economías mundiales, el actual conflicto en Irak y la persistencia de los desequilibrios macroeconómicos en los Estados Unidos.

Finalmente, otros analistas sugieren algunos factores micro, como los cambios en la regulación de aseguradoras y fondos de pensiones en algunos países, que podrían estar profundizando el comportamiento actual de las tasas de largo plazo al incentivar una mayor demanda por estos títulos.

La caída en las tasas de interés de largo plazo ha generado un aumento del *apetito* por riesgo en los mercados, y ha impulsado así, una mayor demanda por títulos de las economías emergentes, entre ellas Colombia. El aumento en la liquidez mundial ha permitido que las primas de riesgo de estas economías permanezcan en niveles relativamente bajos, y mejoren así las condiciones de financiación y reestructuración de su deuda, especialmente de las economías latinoamericanas.

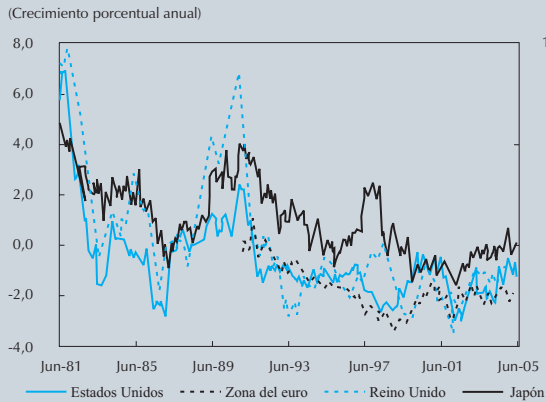
Como se puede observar, son varios los factores que podrían estar contribuyendo a explicar el actual comportamiento de las tasas de interés de largo plazo, unos con mayor impacto en algunas economías que en otras. Aún así, no parece claro que todos estos factores en conjunto logren explicar plenamente este fenómeno y en particular, la intensidad con la que se ha presentado.

---

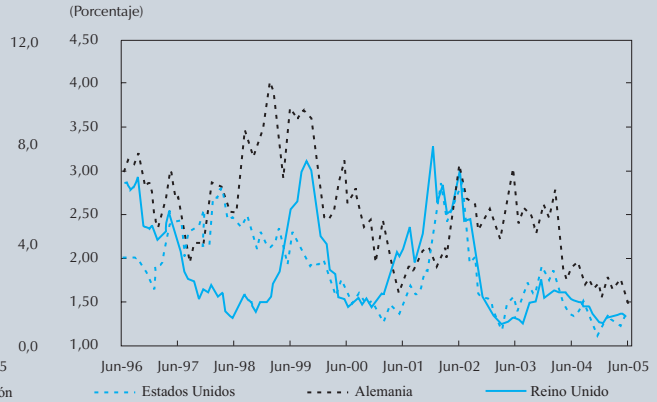
<sup>2</sup> Es difícil estimar el efecto de la intervención de los bancos centrales. Algunos trabajos indican una caída de las tasas de interés de los títulos de largo plazo entre 50 pb y 150 pb. Véase Roubini (2005).

**GRÁFICO R2.3**  
**AHORRO MUNDIAL**

**INFLACIÓN MUNDIAL**

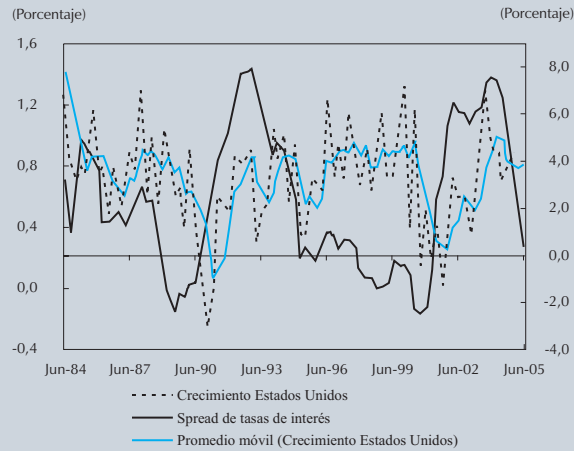


**TASAS DE INTERÉS REALES DE BONOS A 10 AÑOS**



Fuente: Datastream.

**GRÁFICO R2.4**  
**CRECIMIENTO Y SPREAD DE TASAS DE INTERÉS (\*)**  
**ESTADOS UNIDOS**



(\*) Diferencia entre las tasas de los títulos a cinco años y los *Fed Funds*.  
Fuente: Datastream.

**REFERENCIAS**

Obstfeld, M. y Rogoff, K. (2005). "The unsustainable US current account position revisited", Working Paper 10869, NBER.

Roubini, N. y Sester B. (2005), "Will the Bretton Woods 2 Regime Unravel Soon? The Risk of a Hard Landing in 2005-2006", mimeo, New York University.

## II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

*Los pronósticos de inflación indican que la probabilidad de cumplir la meta en 2005 es alta. Para 2006, no se descartan presiones originadas en la demanda*

Las perspectivas externas de Colombia para lo que resta de 2005 y comienzos de 2006 han mejorado frente a las que se esperaban hace tres meses. Esto se refleja en el aumento en los pronósticos de los términos de intercambio para el país y en un mayor apetito por riesgo en los mercados financieros mundiales, a pesar del aumento de las tasas de corto plazo en los Estados Unidos. A lo anterior se añade la menor vulnerabilidad que presenta América Latina ante posibles cambios en los flujos de capital.

Para el resto de 2005 se espera que la economía se mantenga en una senda de expansión. Los factores que impulsarían la economía en el resto del año no han variado mucho frente a los considerados en el informe anterior, y en algunos casos, como el panorama externo, pueden haber mejorado ligeramente. Por lo tanto, la demanda externa seguirá jugando un papel protagónico, al igual que los términos de intercambio favorables. La demanda interna continuará liderada por la inversión, mientras que el consumo de los hogares deberá acelerar su crecimiento, impulsado por los mayores niveles de empleo e ingreso y por unas condiciones crediticias amplias.

No se anticipan presiones inflacionarias por el lado de la demanda, gracias a que la inversión realizada en los últimos años ha ampliado el aparato productivo y a que el mercado laboral aún está holgado, pese a los avances recientes en empleo. Las presiones sobre el tipo de cambio también serán limitadas, por lo menos durante parte de lo que resta del año. Así, la probabilidad de cumplir la meta este año es muy alta, y no se descarta una cifra cercana al piso del rango meta para fin de año. Para 2006 el mayor riesgo proviene de posibles presiones por el lado de la demanda, si la brecha del producto se cierra más rápido de lo previsto. En segundo lugar, se encuentra el efecto de una eventual depreciación fuerte del tipo de cambio. Esta no se puede descartar completamente dado el ajuste de tasas en los Estados Unidos.

*En el segundo semestre se espera que la economía mantenga una tendencia de crecimiento estimulada por un contexto externo favorable.*

*El crecimiento sostenido de China y otras grandes economías podría mantener la presión sobre los precios de materias primas.*

## A. CONTEXTO EXTERNO Y BALANZA DE PAGOS

### 1. Consideraciones generales

Para los próximos meses no se prevén cambios importantes en las tendencias de crecimiento mundial. En general, las perspectivas de corto plazo siguen siendo buenas, como lo confirman diversos indicadores líderes disponibles a la fecha, especialmente para las economías de los Estados Unidos, China y de varios países emergentes. Además, el crecimiento sostenido de China y de otras grandes economías podría mantener la presión sobre los mercados de materias primas por un buen tiempo.

Para un horizonte más amplio –tres trimestres o más– la situación es menos clara, y dependerá de varios factores: 1) del comportamiento del precio de petróleo y su efecto sobre la demanda mundial; 2) de la evolución de la política monetaria en los Estados Unidos y su impacto sobre la liquidez internacional; 3) del efecto de la política monetaria en ese país sobre los precios de los activos, en particular la finca raíz y 4) de la manera como evolucionen los desequilibrios macroeconómicos en los Estados Unidos y del efecto que pueda tener la aparente flexibilización cambiaria que se está dando en China y en otras economías asiáticas. Estos dos últimos factores serían relevantes en el más largo plazo.

En los próximos meses se espera que la fuerte demanda externa siga sosteniendo los precios del petróleo en niveles altos. En vista de ello, para este informe se aumentó el pronóstico del precio del petróleo para el resto de 2005 y para 2006. En la actualidad, se espera que el precio del crudo de referencia para Colombia –West Texas Intermediate (WTI)– se sitúe entre US\$50 y US\$55 en el próximo año y medio<sup>12</sup>, lo que representa un fuerte aumento respecto a los pronósticos contemplados en el informe de hace tres meses (US\$47,5 para 2005 y US\$43,5 para 2006)<sup>13</sup>. Este es un cambio de relevancia particular por su incidencia en el desempeño de la economía mundial y de la economía colombiana en particular.

Además del petróleo, los pronósticos para los *commodities* no presentaron cambios sustanciales respecto de los esperados en el informe anterior, ya que se mantuvieron firmes los altos precios de los metales, y se presentaron algunas reducciones en productos agrícolas. Según el WFC (World Commodity Forecast), para 2005 se espera una caída moderada de 1,9% en el índice total de los *commodities* sin petróleo. Esta reducción es un poco menor que la esperada hace tres meses (de 2,2%). Para 2006 la reducción sería del orden de 3,6% (Gráfico 43).

*En los próximos meses se espera que la demanda externa siga sosteniendo los precios del petróleo en niveles altos.*

<sup>12</sup> Los pronósticos para 2005 y 2006 son de US\$54,1 y US\$ 50.3 respectivamente, de acuerdo con The Economist Intelligence Unit (EIU) (World Commodity forecasts: industrial raw materials, julio, 2005)

<sup>13</sup> Estos pronósticos corresponden a los promedios de precios WTI de varios analistas: J. P. Morgan, AIE, EIU, Morgan Stanley, CSFB y WEO, entre otros.

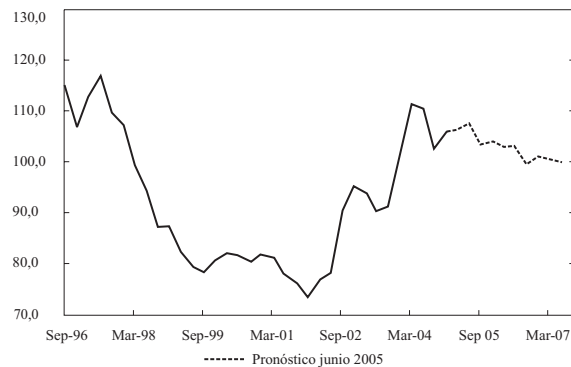
Para este informe se espera que el incremento en los precios del petróleo tengan un impacto negativo muy pequeño sobre las economías desarrolladas durante el próximo año y medio. Esto es válido particularmente en el caso de los Estados Unidos. Para este país las perspectivas económicas siguen siendo favorables, ya que se prevé un crecimiento de 3,5% en 2005 y de 3,3% en 2006. Estos pronósticos son sólo marginalmente menores que los presentados en el informe anterior (Cuadro 4).

Las perspectivas para la economía japonesa mejoraron levemente con respecto a lo esperado en el trimestre anterior, aunque estas se mantienen por debajo de lo observado en 2004. Para el presente año se espera un crecimiento de 1,3%, un poco por encima de lo previsto hace tres meses, y de 1,5% para 2006. La economía estaría impulsada por la demanda interna principalmente, gracias a la mejoría de las condiciones del mercado laboral. Sin embargo, no se descarta algún impacto negativo por el incremento en los precios del petróleo.

En la actualidad la economía más vulnerable a los altos precios de los combustibles parece ser la zona del euro. Como se señaló en el Capítulo I, en los últimos meses

GRÁFICO 43

PRONÓSTICO DEL ÍNDICE DE PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS, SIN PETRÓLEO (WCF)



Fuente: EIU.

CUADRO 4

PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO PARA LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES (PORCENTAJE)

	Observado 2004	Pronóstico para 2005, a:		Pronóstico para 2006, a:	
		Abr-05	Jul-05	Abr-05	Jul-05
<b>Principales socios</b>					
Estados Unidos	4,4	3,7	3,5	3,4	3,3
Ecuador	6,9	3,5	3,3	3,5	3,2
Venezuela	17,3	5,4	6,0	4,3	4,3
<b>Otros socios</b>					
Zona del euro	1,8	1,9	1,2	2,5	2,0
Japón	2,6	1,0	1,3	1,7	1,5
China	9,5	8,6	8,9	7,9	8,1
Perú	5,1	4,6	5,0	4,2	4,4
México	4,4	3,9	3,6	3,5	3,5
Chile	6,1	5,7	5,8	5,1	5,2
Argentina	9,0	6,7	6,7	4,1	4,1
Brasil	5,2	3,7	3,1	3,7	3,5
Bolivia	3,6	3,5	3,4	3,7	3,3
Países desarrollados	3,9	3,3	3,0	3,2	3,0
Países en desarrollo	10,7	4,6	4,9	4,0	4,0
<b>Total socios comerciales (*)</b>	<b>5,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>3,6</b>	<b>3,6</b>

(\*) Cálculo balanza de pagos según exportaciones no tradicionales.  
Fuente: Datastream-Concensus.

*Se espera que la tasa de referencia de la Fed se sitúe alrededor de 4% a finales de 2005.*

ya se observa algún deterioro en la demanda interna y en los índices de confianza, que podría relacionarse con este fenómeno. La zona del euro, además, enfrenta otros problemas que plantean dudas sobre su capacidad de crecimiento en el mediano y largo plazos. Entre ellos se puede señalar el aumento en la incertidumbre política, como consecuencia del rechazo de la Constitución Europea por varios países y el escaso avance que han tenido las reformas económicas tendientes a flexibilizar los mercados. Así, los pronósticos de crecimiento para la región se redujeron en este informe, y ahora se espera 1,2% para 2005 (1,9% hace tres meses) y 2% para 2006 (frente a 2,5%). Un mayor crecimiento en ese año sería el resultado de algunos factores que impulsarían la expansión de la inversión y del consumo, como son la demanda externa y las mejores condiciones financieras.

Para las economías asiáticas, lideradas por China, las perspectivas de crecimiento aumentaron con respecto a lo observado el trimestre anterior. Así, el crecimiento sería de 8,9% en 2005 y 8,6% en 2006 (frente a 8,6% y 7,9% del informe anterior). No se cree que una apreciación leve de la moneda china tenga impactos significativos sobre el crecimiento de ese país. Sin embargo, aunque la decisión de las autoridades chinas del 21 de julio sugiere una estrategia gradual de apreciación, no se puede descartar que una eventual acción especulativa de los mercados pueda forzar una apreciación más agresiva y acelerada por parte de China, en un futuro no lejano.

A pesar de la fortaleza de la demanda mundial y de los altos precios de las materias primas, en especial del petróleo, no se anticipa el surgimiento de presiones inflacionarias importantes a nivel mundial, por lo menos en los próximos cuatro trimestres. Circunstancias como la participación creciente en el comercio mundial de países con una capacidad productiva amplia y una mano de obra abundante y barata, como China e India, pueden ayudar a frenar alzas generalizadas en precios. A ello se suman ganancias importantes en productividad a nivel global, asociadas con los avances en tecnología de la información y con la gran inversión que ha arribado a países emergentes del Asia. En el caso de los Estados Unidos en particular, la utilización de capacidad instalada (UCI) no ha superado aún sus promedios históricos, y la productividad del trabajo continúa creciendo a tasas entre 2% y 3%.

Así las cosas, con unas perspectivas de inflación baja y estable en los Estados Unidos en los próximos trimestres, pero con una economía que crece a un ritmo cercano a su promedio histórico, se tiene la expectativa de que las autoridades monetarias de ese país avancen gradualmente hacia una posición más neutral en materia de liquidez. Por lo tanto, se espera que la tasa de referencia de la Fed se sitúe alrededor del 4% a finales de 2005, con lo cual la tasa real de corto plazo estaría cerca de su nivel histórico promedio de 1,7%, aproximadamente.

*La amplia disponibilidad de ahorro mundial moderaría el incremento de las tasas de interés de largo plazo.*

No es claro el efecto que tendrían estos aumentos adicionales sobre las tasas de largo plazo y sobre la liquidez internacional. Lo normal sería que las tasas de largo plazo aumentarían a la par con el ajuste de la política monetaria. Sin embargo, la amplia disponibilidad de ahorro en Asia, Europa y varias economías emergentes podrían, probablemente, moderar su incremento, por lo menos en lo que resta del



año. Aún así, es importante resaltar que la apreciación de la moneda china y la posibilidad de una mayor flexibilidad en su tipo de cambio y en el de otras economías asiáticas podrían impulsar mayores aumentos en las tasas de interés de largo plazo para la economía mundial frente a las consideradas en este informe.

Respecto a las economías latinoamericanas, para el próximo año y medio sigue previéndose un crecimiento un poco menor que el observado en 2004, pero aún satisfactorio. El impulso provendrá de los sectores exportadores, los cuales continuarán estimulados por buenos términos de intercambio y por una sólida demanda externa.

Para los principales socios comerciales de Colombia, el crecimiento esperado también sigue siendo positivo. En particular, para la economía venezolana, se espera una expansión de 6% en 2005, y de 4,3% en 2006. Para Ecuador, el crecimiento sería menor (3,3% y 3,2%, respectivamente). De todas maneras, a más largo plazo, los riesgos se mantienen. Estas economías son muy vulnerables a caídas del precio del petróleo, y ante esta eventualidad se reducirían fuertemente sus posibilidades de crecimiento de largo plazo. Otros riesgos están asociados con el escaso avance en reformas estructurales y su recurrente inestabilidad política.

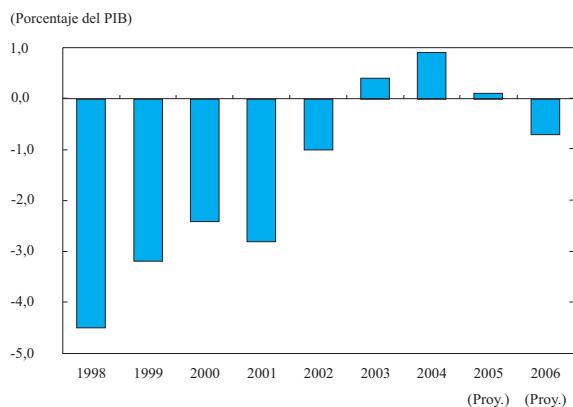
Con base en todo lo anterior, el pronóstico de crecimiento promedio de los socios comerciales de Colombia (ponderado por exportaciones no tradicionales) se mantuvo inalterado frente al estimado hace tres meses. Así, se espera una expansión de 3,8% para 2005 y de 3,6% para 2006. Estas cifras se utilizan para hacer los pronósticos de balanza de pagos que se reseñan más adelante.

Un riesgo que puede empañar los pronósticos anteriores para América Latina, y que ha sido señalado reiteradamente por diversos analistas guarda relación con el efecto del aumento de tasas de interés en los Estados Unidos sobre las tasas de interés internas y sobre los flujos de capital. Aunque, hasta el momento, la caída de las tasas de largo plazo ha mantenido los diferenciales de rentabilidad favorables a las economías emergentes, su aumento podría reducir dicha rentabilidad. Sin embargo, un repunte en las tasas de interés externas no golpearía, necesariamente, de manera importante a estas economías. Hay consenso entre diferentes analistas en cuanto a que América Latina se encuentra hoy en día mejor preparada para afrontar una reducción de la liquidez internacional, por varias razones, que se mencionan a continuación.

- En primer lugar, el balance externo de la mayoría de países latinoamericanos se ha recuperado notoriamente, impulsado por las exportaciones y los términos de intercambio (Gráfico 44). Esto ha permitido aumentar significativamente la posición en reservas internacionales de la mayoría

GRÁFICO 44

BALANCE EN CUENTA CORRIENTE, AMÉRICA LATINA



Fuente: World Economic Outlook, FMI.

*América Latina se encuentra hoy en día mejor preparada para afrontar una reducción de la liquidez internacional.*

de países, y para varios de ellos estas superan ampliamente las amortizaciones de su deuda externa.

- En segundo lugar se encuentra el avance en el desarrollo de los mercados locales de capitales, que hace a América Latina menos dependiente de capitales foráneos.
- En tercer lugar, los ajustes fiscales que se han implementado con algunos resultados visibles.
- Finalmente, una mayor estabilidad del ambiente macroeconómico, que se refleja, entre otras situaciones, en bajas tasas de inflación en la mayoría de los países de la región.

## 2. Balanza de pagos de Colombia

Como se indicó, el entorno de una demanda externa aún dinámica y una política monetaria gradual por parte de la Fed seguirán favoreciendo las economías latinoamericanas, entre ellas la de Colombia. Además, los pronósticos para los precios de algunos de nuestros principales productos de exportación aumentaron frente a lo esperado hace tres meses (Cuadro 5). Esto debe reflejarse en una buena dinámica de las exportaciones colombianas en lo que resta de 2005, e incluso en 2006. Sin embargo, algunos sectores manufactureros, como textiles, confecciones y calzado, pueden enfrentar problemas por la competencia proveniente de China e India. En este sentido, algo parece estar sucediendo ya en varios países, incluida Colombia.

Con base en las principales cifras de la balanza de pagos sobre precios, crecimiento de la demanda mundial, flujos de IED, y supuestos sobre los flujos de capital diferentes a IED, entre otros, en 2005 no se espera una depreciación significativa del tipo de cambio frente a los niveles que se han observado en lo corrido del año. En el escenario base para 2005, se supone un déficit en cuenta corriente de 1,7% como proporción del PIB.

CUADRO 5

### PRECIOS INTERNACIONALES

	Promedios			Proyección actual 1/ 2005	Proyección anterior 2/ 2005	Proyección actual 1/ 2006
	2002	2003	2004			
Café ( <i>ex dock</i> ) (dólares por libra)	0,7	0,7	0,9	1,2	1,2	1,1
Petróleo (dólares por barril) (*)	24,2	29,0	37,3	43,9	40,6	43,9
Carbón (dólares por tonelada)	30,8	28,2	36,1	44,5	36,1	44,5
Ferróniquel (dólares por libra)	1,1	1,4	2,3	2,6	2,3	2,3
Oro (dólares por onza <i>troy</i> )	310,2	362,5	409,3	423,1	484,5	423,6

(\*) Corresponde al precio promedio del crudo exportado por Colombia. Para los actuales pronósticos de 2005 y 2006 el precio implícito para el WTI es 55,7 dólares.

1/ Balanza de pagos estimada en junio de 2005.

2/ Balanza de pagos estimada en marzo de 2005.

Fuente: Banco de la República.

### 3. Riesgos del escenario básico

Existen algunos factores que podrían poner en riesgo el escenario básico presentado en las secciones anteriores. El primero es de índole política y aplica tanto a Colombia como a la región en su conjunto. Este año, y el próximo, nueve países de la región (incluida Colombia) entran en período electoral. En el pasado estos períodos han venido acompañados por un aumento en la percepción de riesgo, que ha implicado fuertes salidas de capital y depreciaciones de los tipos de cambio.

En segundo lugar, se encuentra un aumento adicional de los precios del petróleo por encima de los US\$60 el barril. Seguramente, a mediano plazo, este evento terminaría afectando el crecimiento mundial con consecuencias adversas sobre los sectores exportadores en América Latina. Sin embargo, en el caso de Colombia, el impacto de tal evento podría ser menor, en la medida en que mantenga su capacidad exportadora de crudo.

El tercer riesgo, aunque a más largo plazo, continúa relacionado con los amplios desequilibrios en los Estados Unidos que siguen generando dudas sobre la solidez de su economía. Un ajuste brusco de estos desbalances podría ir acompañado de fuertes aumentos en las tasas de interés y deterioros en el crecimiento mundial, lo que implicaría un contexto externo difícil de enfrentar para las economías de América Latina, a pesar de su menor vulnerabilidad. Los altos precios que presenta la finca raíz en los Estados Unidos y demás economías desarrolladas podrían complicar este panorama. A pesar de lo anterior, la estabilidad que recientemente ha registrado el déficit comercial en los Estados Unidos podría reducir un poco esta posibilidad.

Finalmente, se encuentra la posibilidad de una fuerte apreciación de la moneda china y de otras monedas asiáticas, generada por presiones de mercado. Esta circunstancia podría impulsar un aumento rápido de las tasas de interés de largo plazo a nivel mundial y deteriorar las condiciones de financiamiento de las economías emergentes, especialmente de las latinoamericanas. Sin embargo, una apreciación más fuerte de la moneda china podría mejorar la posición competitiva de las economías latinoamericanas en el escenario internacional, en particular en mercados en los cuales debe enfrentar la competencia de productos provenientes de ese país. Un tercer efecto está asociado con el impacto de una apreciación eventual sobre el crecimiento económico en China y sobre su demanda de importaciones, y a través de ésta, sobre los términos de intercambio. En conjunto, es difícil evaluar, con la información existente, el efecto de una apreciación fuerte del renminbi sobre las economías latinoamericanas. Lo que se puede sostener es que mientras la economía china se expanda a ritmos acelerados, la presión sobre los precios de los productos básicos probablemente se mantendrá.

*No se espera una depreciación significativa del tipo de cambio frente a los niveles observados en lo corrido del año.*

### B. CONTEXTO INTERNO

Existen varias razones para esperar un buen comportamiento de la actividad económica en lo que resta de 2005 y en 2006. Entre ellas sobresale el contexto

externo favorable, la mejoría en las condiciones laborales, la confianza de consumidores e inversionistas y la holgura en la política monetaria. Todo lo anterior, junto con factores de oferta que serán discutidos más adelante, permite proyectar un crecimiento estable y cercano al 4,0% real (Cuadro 6).

Como se mencionó en la sección anterior, se espera que las condiciones de la demanda externa para Colombia sigan siendo favorables en los próximos trimestres, de tal manera que las exportaciones continuarán siendo una fuente importante de crecimiento. Sin embargo, no se descarta que algunos sectores industriales vean debilitada su capacidad exportadora por una mayor competencia externa, en particular de China y otros países asiáticos.

Las condiciones permiten prever, además, términos de intercambio altos para los productos colombianos, lo cual tendrá efectos positivos sobre el ingreso disponible y el gasto. En el caso del café, una estimación del ingreso disponible de los productores, para el año corrido a mayo, muestra un crecimiento anual cercano al 50% en términos reales. Se espera que esta dinámica de los ingresos cafeteros se mantenga en 2005, dado que se anticipa un aumento de 5,0% en la producción, y estabilidad en el precio externo en torno a los 110 centavos de dólar por libra.

El ingreso disponible real de los colombianos también se verá favorecido por la caída en la tasa de desempleo, y por el aumento de los ocupados y su formalización, como se anotó en el Sección I.D. Por el contrario, no se espera que las transferen-

CUADRO 6

**PRODUCTO INTERNO BRUTO SECTORIAL  
CRECIMIENTO ANUAL (PORCENTAJE)**

	2004	2005		
		I Trim.	II Trim.	III Trim.
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,6	3,4	2,3	4,5
Explotación de minas y canteras	2,9	5,1	(0,7)	3,7
Electricidad, gas y agua	3,0	0,4	4,4	2,7
Industria manufacturera	4,8	(1,0)	6,5	3,7
Construcción	9,7	10,6	13,1	7,1
Edificaciones	30,4	(2,3)	7,3	2,1
Obras civiles	(19,3)	43,6	26,2	18,9
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,9	7,3	5,6	3,9
Transporte, almacenamiento y comunicación	5,1	3,5	7,1	6,5
Estab. Finan, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	4,3	(2,7)	7,6	3,0
Servicios sociales, comunales y personales	2,8	2,4	2,3	3,9
Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente	12,2	(14,2)	26,0	4,7
Subtotal valor agregado	3,9	3,1	4,4	4,1
<b>PIB</b>	<b>4,1</b>	<b>3,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,5</b>

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

cias netas desde el exterior contribuyan al crecimiento del ingreso disponible real, dada la apreciación del tipo de cambio y que su pronóstico de crecimiento es solo en 4,2%, en dólares. En conjunto, las estimaciones para el ingreso disponible real muestran un crecimiento cercano al 4,0% en 2005. Este dato no ha tenido modificaciones frente a lo reportado en el informe de inflación anterior.

Otra evidencia favorable al crecimiento económico son las expectativas de consumidores y productores. De acuerdo con la información de las encuestas de Fedesarrollo, la confianza de los consumidores continúa estable en niveles altos. Lo mismo sucede con la percepción de los empresarios, quienes siguen considerando favorables las condiciones para la inversión.

La información sobre el ingreso disponible y la confianza permiten esperar que el consumo de los hogares se acelere para el resto del año, después del crecimiento regular del primer trimestre. La inversión privada puede continuar con un importante dinamismo, sobre todo en lo que corresponde a maquinaria y equipo y equipo de transporte. Se espera que la inversión de obras civiles continúe estimulando el crecimiento económico, en parte, por la recuperación de la caída sufrida en 2004, pero también, por la abundante agenda de proyectos de inversión nacionales y locales que están por ejecutarse en los próximos trimestres.

La inversión en edificaciones podría recuperarse en el segundo y tercer trimestres de 2005, dada la recuperación de las licencias a mayo y los buenos datos sobre obras en proceso que reveló el censo de vivienda del DANE a marzo. Sin embargo, para un plazo mayor a dos trimestres no hay suficiente claridad. Se espera que la construcción tenga lo que en economía se conoce como un *aterrizaje lento*, después de los altos crecimientos observados en trimestres anteriores. Todo lo anterior indica que la demanda interna continuaría en ascenso en los próximos trimestres a tasas superiores al 5,0%.

En cuanto a la oferta, existen algunos indicadores que respaldan la estabilidad en crecimiento económico en lo que resta de 2005 y para 2006. El sector agropecuario, por ejemplo, se verá impulsado por el crecimiento de la producción de café y por la continuación del ciclo de liquidación ganadera en lo que resta de 2005. Se espera que el sector agropecuario acelere su crecimiento frente al observado en 2004 y crezca a una tasa un poco superior al 3,0%, en promedio, en todo el año.

Para 2006, el sector agropecuario se vería beneficiado por las condiciones favorables en materia de beneficios tributarios, exenciones y ayudas que se han entregado por parte del Gobierno a sectores específicos, así como por las mejorías en materia de seguridad. Aunque no se tiene mucha certeza de su duración, el ciclo de liquidación ganadera podría prolongarse hasta finales de 2006, e incluso hasta 2007 (el último ciclo tuvo una duración de seis años).

En lo que resta de 2005 la dinámica de la minería estará asociada al crecimiento de la producción de carbón que, se prevé, será de 12,0% en el promedio del año, y a la caída en la producción de petróleo (se espera -3,4%). Otros factores importan-

*La información sobre el ingreso disponible y la confianza permiten esperar que el consumo de los hogares se acelere para el resto del año.*

tes serán el impulso que el sector de la construcción le dé a la producción de minerales no metálicos, y los bajos crecimientos de la producción de minerales metálicos (oro y ferróníquel).

En el mediano plazo, 2006 y hacia delante, el ritmo de inversión asociada con la producción de minerales deberá continuar, dados los altos precios de los productos básicos. En materia petrolera, sin embargo, no se esperan hallazgos importantes que sean explotables antes de 2007. Lo anterior condicionará el crecimiento de la minería. Aunque probablemente no se observarán caídas en términos reales, este sector no sería un propulsor del crecimiento.

La industria muestra hoy un panorama mixto hacia el futuro, de buenas perspectivas

de crecimiento para los próximos trimestres, pero de incertidumbre para finales de 2005 y para 2006. En el corto plazo se observarán crecimientos del PIB industrial altos, sobre todo en el segundo trimestre. Pese al dato de mayo de 2005 (2,12%), abril creció por encima de 11,0%, lo cual asegura, prácticamente, un crecimiento por encima del 4,5% en el segundo trimestre. Los modelos de pronóstico más confiables indican un crecimiento hasta del 6,5% para dicho período en la industria. Sin embargo, el crecimiento en el corto plazo estaría asociado principalmente con un mayor número de días hábiles, dos más en el segundo trimestre, y uno adicional en cada uno de los dos trimestres de la segunda mitad del año, en comparación con 2004.

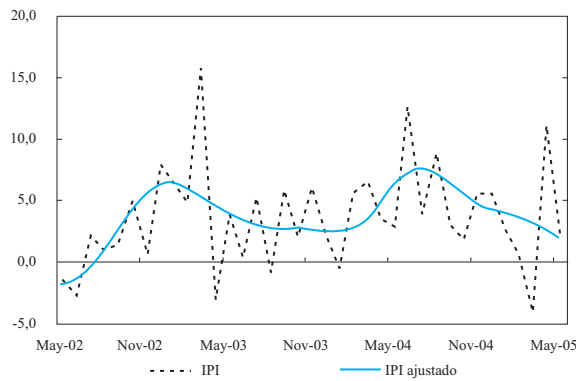
Sin embargo, controlada por este factor, no es claro lo que pueda ocurrir con la dinámica industrial más allá de 2005, ya que es precisamente su crecimiento tendencial (ajustado por estacionalidad y días hábiles) el que se ha venido deteriorando desde finales de 2004 (Gráfico 45).

Aunque aún no se encuentran razones concluyentes sobre los factores fundamentales que afectan el crecimiento de la industria, un análisis detallado de la evolución sectorial podría dar indicios sobre algunos efectos negativos derivados de la competencia externa, sobre actividades de bienes intermedios, tales como textiles, cuero, madera, metales no ferrosos y químicos; y sobre algunos bienes finales como calzado y prendas de vestir.

La información cualitativa de la EOE, de Fedesarrollo, en el otro sentido, parecería indicar que las expectativas se estabilizaron recientemente, todavía en niveles altos, después de descender cerca de cuatro meses consecutivos (Gráfico 46). Lo anterior, junto con las perspecti-

GRÁFICO 45

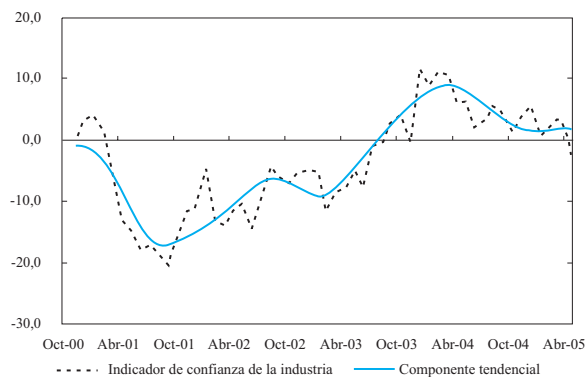
CRECIMIENTO ANUAL DEL ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (IPI), AJUSTADO POR DÍAS HÁBILES Y POR ESTACIONALIDAD



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 46

INDICADOR DE CONFIANZA DE LA INDUSTRIA



Fuente: Fedesarrollo

vas de una demanda externa estable, permite esperar que la desaceleración observada en los últimos trimestres se mitigue en el segundo semestre de 2005.

En los próximos trimestres debe continuar la recuperación de la inversión pública en obras civiles. Se espera que en el año completo este sector crezca por encima del 20,0% en términos reales. Hacia adelante las perspectivas son positivas. La agenda de obras públicas pendientes es importante. Por un lado, en el plano nacional, el Plan 2.500 dispone la construcción o adecuación del mismo número en kilómetros y carreteras en un plazo que va hasta 2008. Por otro lado, los gobiernos regionales y locales, que se tomaron 2004 para el plan de desarrollo y 2005 para la contratación, empezarían a ejecutar obras civiles a finales del presente año en cumplimiento de los planes cuatrianuales.

*Las perspectivas externas de Colombia para lo que resta de 2005 y comienzos de 2006 han mejorado frente a las que se esperaban hace tres meses.*

## C. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

### 1. Los supuestos externos

Las proyecciones de inflación que se presentan en esta sección tienen en cuenta las consideraciones anteriores en materia de perspectivas externas e internas. En el informe de marzo se preveía un entorno externo relativamente favorable para la economía colombiana en 2005. Esto implicaba una demanda mundial en expansión, aunque menos dinámica que la observada en 2004; términos de intercambio favorables y unas condiciones de financiamiento externo relativamente laxas a pesar de los aumentos observados y esperados en las tasas de interés.

Como se mencionó en el primer capítulo de este informe, buena parte de estos supuestos se han ido verificando en el transcurso del año, incluido el segundo trimestre. Adicionalmente, en los últimos meses han surgido elementos nuevos que permiten afirmar que las perspectivas externas de Colombia para lo que resta de 2005 y comienzos de 2006 han mejorado frente a las que se esperaban hace tres meses. Las más relevantes son: el aumento en los pronósticos de los términos de intercambio para el país, especialmente por el petróleo, y un mayor apetito por riesgo en los mercados financieros mundiales, esto último pese al aumento de las tasas de corto plazo en los Estados Unidos. A lo anterior se añade la menor vulnerabilidad que presenta América Latina ante posibles cambios en los flujos de capital. Esto se ha reforzado recientemente gracias al esfuerzo de acumulación de reservas internacionales y a que el comportamiento de sus sectores externos parece sustentarse sobre bases más sólidas y permanentes.

Las ideas anteriores se incorporan en el escenario básico del nuevo pronóstico de inflación, a través de un aumento en los pronósticos para los principales productos de exportación de Colombia. El cambio más sobresaliente se efectuó en el precio del petróleo, el cual se situaría en US\$43,9 para el promedio de 2005 y 2006, US\$4 por encima de lo previsto en el informe de marzo.

*El crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia para 2005 se mantiene en 3,8%.*

En cuanto a la demanda externa, los pronósticos no contemplan cambios importantes para los principales socios comerciales de Colombia, a pesar de los mayores precios del petróleo y de los aumentos en las tasas de corto plazo. Así, el crecimiento ponderado para 2005 se mantiene alrededor de 3,8%, una cifra menor que la de 2004, pero que sigue siendo satisfactoria frente al comportamiento histórico. Para 2006, el crecimiento previsto permanece en 3,6%. Pese a lo anterior, el buen comportamiento observado en las exportaciones no tradicionales a mayo permite ser más optimistas para el resto del año, razón por la cual se incrementó su pronóstico frente al informe anterior.

Respecto a los flujos de capital, en la actualidad se supone un aumento importante de la IED en 2005 y 2006 (de alrededor de US\$1.200 m y US\$700 m respectivamente) respecto a marzo. Este incremento en las entradas sería compensado parcialmente por una disminución flujos de capital de corto plazo para los sectores privado y público.

Los supuestos anteriores afectan los pronósticos de inflación a través de la proyección de la balanza de pagos y del tipo de cambio. Para este informe, el modelo satélite de balanza de pagos redujo el pronóstico del déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB, para 2005 y 2006, a 1,7% y 2,5% respectivamente. Esta circunstancia, unida a las mejores perspectivas de financiamiento externo, conlleva una disminución de las presiones de depreciación previstas en los próximos trimestres, frente a lo que se consideró en marzo.

Conviene señalar que los resultados anteriores suponen aumentos graduales en la tasa de intervención de la Fed, de tal forma que para finales de año o comienzos del próximo ésta se situaría en 4%. Se considera que con estos movimientos, la tasa de interés real de corto plazo se encontraría muy cerca de su promedio histórico (2%), lo que haría que la política monetaria en los Estados Unidos adoptara una postura neutra frente a la actividad económica y a la inflación.

A partir de la opinión de analistas y expertos, en este informe se espera que la Fed no eleve su tasa muy por encima del 4%, por lo menos durante buena parte de 2006. La razón para ello es que no se pronostica un repunte permanente de la inflación en los Estados Unidos y que se espera que el crecimiento se modere en 2006, con lo cual se reducen los riesgos de posibles presiones inflacionarias.

## **2. Supuestos internos**

En el frente interno, el análisis de los capítulos precedentes sugiere que la economía puede mantenerse en una senda de expansión en 2005. Para efectos de los pronósticos de inflación se utiliza un crecimiento de 4% para el año completo, muy similar al considerado en el informe de marzo.

El resultado del PIB en el primer trimestre (3,6%) no altera los pronósticos para el año, en la medida en que puede atribuirse a un choque transitorio (menor número

*El pronóstico del déficit de cuenta corriente para 2005 y 2006 se redujo a 1,7% y 2,5%, respectivamente.*



de día hábiles) que ya había sido previsto en informes anteriores. Por la misma razón, se espera un mayor crecimiento para el segundo trimestre (4,7%). Los resultados de la industria a abril –con un crecimiento real de la producción de 11%– apoyan este pronóstico.

Los factores que impulsarían la economía en el resto del año no han variado mucho frente a los considerados en el informe anterior; y, en algunos casos, como el panorama externo, pueden haber mejorado ligeramente. Así, la demanda externa seguirá jugando un papel protagónico en el desempeño económico, al igual que los términos de intercambio favorables.

En cuanto a la demanda interna, se estima que la inversión continuará liderando el crecimiento, gracias a una gran participación de la inversión pública que deberá revertir la contracción de 2004. Aún así, se espera que la inversión privada también haga un aporte significativo este año, gracias al ambiente favorable para la renovación tecnológica, que propicia las bajas tasas de interés y el nivel actual del tipo de cambio. El gran crecimiento de las importaciones de bienes de capital en los primeros cinco meses del año puede ser prueba de ello.

Los dos riesgos más importantes que enfrentan los supuestos de crecimiento anteriores se concentran en el consumo de los hogares y en las tendencias poco claras de la industria. Los temores en torno al consumo privado se justifican por su desempeño pobre de los últimos años, incluido el del primer trimestre de 2005. No obstante, las mejores condiciones laborales y de ingreso, la mayor disponibilidad de crédito de consumo a menores tasas y el aumento reciente en la confianza de los consumidores permite ser optimista y esperar alguna recuperación en su crecimiento para el resto de 2005. Respecto a la industria, no se descarta que la desaceleración reciente pueda estar relacionada con alguna pérdida de mercados externos en productos específicos (como cuero, calzado y textiles), lo cual podría mantener un crecimiento sectorial para el resto del año menor al previsto en este informe.

Para 2006 no existen razones que hagan temer una desaceleración importante del crecimiento económico, siempre y cuando la coyuntura externa se mantenga en línea con lo previsto en este informe. En estas condiciones no deberían presentarse presiones considerables sobre las tasas reales de interés internas, con lo cual el crédito podría seguir apoyando el gasto privado. A lo anterior se suma el bajo nivel de endeudamiento que todavía deberán disfrutar las firmas y los hogares, y el aporte de un sector financiero saneado, como lo sugieren los indicadores de calidad de cartera de mediados de 2005.

Dado todo lo anterior, la brecha del producto tendería a cerrarse gradualmente en lo que resta de este año y en 2006. Concretamente, para este informe se estima un cierre de la brecha de 0,3% en 2005, bajo un crecimiento del PIB de 4%. Así, su nivel para el promedio del año quedaría en -1,4%, similar al supuesto en el informe de marzo (-1,7%). Para 2006, el modelo central del Banco predice una brecha de -0,7%. No sobra señalar que las estimaciones de la brecha están rodeadas de una

*El resultado del PIB en el primer trimestre no altera el pronóstico de crecimiento de 4% para el año.*

*Para 2006 no existen razones que hagan temer una desaceleración importante del crecimiento económico,...*

*...siempre y cuando la coyuntura externa se mantenga en línea con lo previsto en este informe.*

alta incertidumbre y que, de acuerdo con algunas metodologías, su nivel estaría mucho más cerrado que lo contemplado en el escenario central reseñado aquí.

### 3. Pronósticos de inflación

Para obtener las proyecciones de inflación de mediano y largo plazos, en este informe se ha utilizado un nuevo modelo de mecanismos de transmisión (MMT) que intenta simular con mayor detalle el comportamiento de los canales de transmisión de la política monetaria. En particular, el nuevo modelo busca capturar con más precisión la relación entre los excesos de demanda agregada y los precios, y mejorar la estimación del *pass through* del tipo de cambio. Con este propósito se ha abierto la inflación sin alimentos entre transables, no transables y regulados, y se han definido ecuaciones para cada una de estas subcanastas. Además, la definición de un subgrupo para regulados busca aislar movimientos de precios que pueden obedecer a decisiones administrativas de naturaleza micro, más que a factores fundamentales de índole macroeconómica. Se presenta en el Recuadro 3 una explicación más detallada de las características del nuevo modelo.

Los resultados, utilizando pronósticos de corto plazo (PCP), a diciembre, se resumen en el Cuadro 7. Por las características del nuevo MMT, la inflación sin alimentos se obtiene, ahora, de manera indirecta, a partir de los pronósticos de transables, no transables y regulados. Por esta razón, los pronósticos obtenidos en el informe actual no puedan ser comparados plenamente con los del informe de marzo, por lo menos en niveles.

Los nuevos pronósticos muestran tendencias de mediano y largo plazo similares a las obtenidas con el modelo viejo, en ejercicios paralelos y con información observada a junio. Los pronósticos del nuevo modelo tampoco difieren significativamente de las tendencias que se identificaron en el trimestre pasado; y esto obedece

CUADRO 7

**PRONÓSTICOS DEL MODELO CENTRAL (MMT) (\*)**  
(PORCENTAJE)

	Inflación total	Inflación sin alimentos	Inflación de alimentos	Inflación de no transables	Inflación de transables	Inflación de regulados	Brecha del producto
Jun-05	4,8	4,3	6,1	4,5	2,1	8,0	(1,5)
Sep-05	4,9	4,4	6,0	4,5	2,0	9,0	(1,3)
Dic-05	4,7	4,4	5,4	4,5	2,0	8,9	(1,2)
Mar-06	4,7	4,8	4,6	4,8	2,6	9,2	(1,0)
Jun-06	4,5	4,9	3,6	4,8	2,8	9,3	(0,8)
Sep-06	4,1	4,6	2,9	4,4	2,5	9,7	(0,6)
Dic-06	4,1	4,2	4,1	4,3	2,7	7,8	(0,4)
Mar-07	4,1	4,1	4,0	4,1	3,0	7,3	(0,3)
Jun-07	4,0	4,0	3,9	4,0	3,0	6,8	(0,2)

(\*) Los pronósticos de inflación corresponden a variaciones anuales. En el caso de la brecha del producto, ésta se presenta como porcentaje del PIB potencial.  
Fuente: Banco de la República.

a que los supuestos y las perspectivas en materia de coyuntura externa e interna no se modificaron sustancialmente entre el informe de marzo y el actual.

Así las cosas, la senda central del nuevo MMT con PCP a diciembre indica que la inflación sin alimentos se mantendría estable y en niveles ligeramente inferiores al piso del rango meta, durante el segundo semestre de 2005. Para el próximo año también se espera una estabilidad relativa, con algunos incrementos a comienzos de año que se revertirían posteriormente. Los pronósticos puntales para finales de 2005 y de 2006 son 4,4% y 4,2%, respectivamente<sup>14</sup>. En un horizonte más amplio, la inflación continuaría decreciendo, como lo sugiere la proyección para el primer semestre de 2007, que se presenta por primera vez en este documento.

En el informe anterior se había presentado una reducción importante de los pronósticos frente a lo previsto en los informes de septiembre y diciembre de 2004. En aquella oportunidad, dicha reducción fue atribuida, en parte, a una sorpresa inflacionaria que no se explicaba por ninguno de los factores fundamentales identificados en el modelo central. Con los datos del segundo trimestre se ratificó la reducción de la inflación sin alimentos anual de comienzos de año, razón por la cual en los pronósticos actuales se mantuvieron los bajos niveles obtenidos hace tres meses. En otras palabras, la sorpresa inflacionaria de comienzos de año no se ha revertido aún, por lo menos cuando se analiza la inflación anual.

Para el segundo semestre, las tres subcanastas en que se dividió el IPC sin alimentos no muestran cambios sustanciales en la inflación anual. La inflación más baja seguiría siendo la de transables (2% en diciembre), mientras la de no transables se mantendría en el piso del rango meta (4,5%). Por los reajustes en los combustibles y por algunos aumentos esperados en las tarifas de transporte y servicios públicos, la inflación de regulados terminaría el año muy por encima de la meta (8,9%).

Cabe señalar, sin embargo, que si se reagrupan las canastas de transables y no transables para incluir en ellas los regulados respectivos (combustibles en transables, servicios públicos y transporte público en no transables), el pronóstico de la inflación de no transables (sin alimentos) así definida, se sitúa en 5,2% en diciembre de 2005. La inflación de transables (sin alimentos) correspondiente sería 2,4%.

Debido a la estacionalidad de la inflación en Colombia y por los rezagos con que operan los diferentes canales de transmisión, parece poco probable que se presenten grandes cambios en la inflación anual sin alimentos en lo que resta del año. Esta afirmación es válida, incluso si se producen modificaciones de alguna magnitud en los supuestos de tipo de cambio o en el ritmo de crecimiento económico. En este último caso, los efectos sobre precios se presentarían con mayor probabi-

*Los pronósticos de la inflación sin alimentos para finales de 2005 y 2006 son de 4,4% y 4,2%, respectivamente.*

---

<sup>14</sup> En el informe de marzo se obtuvieron proyecciones de 4,7% y 4,1% para esos mismos meses.

*En 2006 las brecha del producto contribuiría, en menor medida, a la reducción de la inflación de no transables y de la total.*

lidad a comienzos del próximo año, ya que las firmas y los trabajadores suelen concentrar el grueso de los ajustes de precios y revisar contratos en esta época.

Para el próximo año, la estabilidad de la inflación sin alimentos puede explicarse por varios factores:

- i. Una inflación de no transables (excluidos regulados) que no vuelve a caer, como sí sucedió a comienzos del presente año. La razón para ello es que el crecimiento de la demanda agregada llevaría al cierre paulatino de la brecha del producto. De acuerdo con el modelo, a finales de 2006 la brecha sería de -0,4%, frente a -1,6% en junio de este año (Cuadro 7). El efecto desinflacionario que se sintió a comienzo de 2005, por cuenta de una brecha negativa amplia será mucho menos importante, o quizá inexistente, el próximo año.
- ii. El aumento de la inflación de transables, en la medida en que los modelos contemplan presiones hacia la depreciación nominal del tipo de cambio, sobre todo para 2006. Aún así, el repunte de la inflación sería moderado (de 70 pb a lo largo de 2006, para terminar el año en 2,7%), algo que obedece, entre otras razones, al bajo *pass through* del tipo de cambio estimado para el modelo.
- iii. La reducción de la inflación de regulados a niveles más acordes con las metas de inflación anunciadas por la JDBR. Esta reducción supone incrementos moderados del precio interno de los combustibles el próximo año.
- iv. De acuerdo con el MMT, las expectativas de inflación se mantendrían en los niveles actuales o un poco por debajo, de manera que contribuirían así a mantener la estabilidad de la inflación sin alimentos. Tal como han sido modeladas, las expectativas dependen, en buena parte, de la inflación rezagada, por lo que cambios importantes en su nivel sólo se dan después de que la inflación observada cae. Ahora bien, el compromiso de reducir la inflación en el largo plazo por de la JDBR también juega algún papel en el pronóstico de las expectativas, bajo el supuesto de que los anuncios son creíbles.

Ninguno de los cuatro puntos identificados arriba presentó cambios importantes entre marzo y junio. Es por esto que no sorprenden las pocas modificaciones ocurridas en los pronósticos de la inflación sin alimentos entre ambos informes, pese al cambio de modelo.

Respecto a la inflación total, el modelo a diciembre de 2005 prevé una cifra de 4,7%, igual a la esperada en marzo. Para diciembre de 2006 se espera una inflación de 4,1%, también en línea con el informe anterior. El modelo central y los modelos satélites indican que el aumento de la inflación anual de alimentos observado desde comienzos de año llegaría a su fin entre junio y septiembre. A partir del cuarto trimestre dicho indicador presentaría una tendencia decreciente que se extendería a 2006 y que permitiría reducir la inflación total al consumidor en ese año.

*Aunque los modelos contemplan presiones hacia la depreciación en 2006, su efecto sobre la inflación sería moderado.*

#### 4. Balance de riesgos

A continuación se presentan los principales factores de riesgo que pueden afectar de manera importante el pronóstico central.

- El consumo privado podría crecer más de lo esperado, en la medida en que el efecto de las bajas tasas de interés reales y la amplia disponibilidad de crédito pueden estar subestimados. Esta última, por lo demás, podría aumentar más de lo previsto, dada la aceleración reciente del ahorro financiero (M3). Igualmente, las mejoras en la calidad del empleo podrían traducirse en un nivel de consumo mayor que el considerado en la senda central de pronóstico, dada las dificultades que existen para capturar este fenómeno en nuestros modelos.
- Debido al dinamismo que presenta la demanda mundial, existe un riesgo de que los precios del petróleo superen los niveles considerados en el escenario central. En esta circunstancia, los ingresos por exportaciones de petróleo aumentarían por encima de lo supuesto en el escenario base. Adicionalmente, y en el mediano plazo, las exportaciones no tradicionales se beneficiarían por un crecimiento mayor de socios comerciales como Venezuela y Ecuador. En el largo plazo, el resultado dependerá de qué tanto se resienta el crecimiento mundial, y en especial el de los Estados Unidos, y que efectos tenga esta situación sobre la percepción de riesgo del país.
- En línea con lo anterior, no es descartable un mayor crecimiento del producto en el mediano plazo, lo que implicaría un dinamismo de las importaciones superior al proyectado. Dadas las anteriores consideraciones, es posible concluir que existe el riesgo de que la brecha del producto se cierre más rápidamente de lo contemplado en el escenario central.
- En materia de precios de alimentos, se considera que los pronósticos enfrentan un sesgo al alza, ya que los niveles esperados en el escenario central son históricamente muy bajos. Además, es posible que el ciclo de liquidación ganadera finalice antes de lo esperado, dado el comportamiento reciente del sacrificio de ganado. Esto implicaría incremento en los precios de la carne y sus derivados, un grupo cuyo peso en el IPC es muy importante. Conviene señalar que la incertidumbre en los pronósticos de alimentos es mucho más alta que en otros rubros, lo que obedece a su comportamiento tradicionalmente volátil.
- Las proyecciones de los precios de los bienes y servicios regulados podrían estar subestimadas, en la medida en que los precios del petróleo superen lo contemplado en las proyecciones del precio doméstico de los combustibles.
- Un riesgo en sentido contrario puede presentarse en la inflación de transables. En el escenario central podría estar sobreestimada si los mercados de

*Para 2006, el mayor riesgo sobre la inflación proviene de posibles presiones originadas en la demanda.*

*El crédito podría aumentar más de lo previsto dada la aceleración reciente del ahorro financiero (M3)*

bienes importados, principalmente manufacturas, se ven afectados por el aumento de la oferta barata proveniente de China.

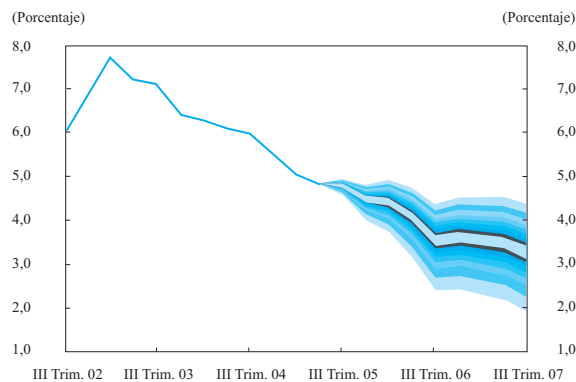
Con base en el balance de riesgo anterior, se puede afirmar que existe una alta probabilidad de cumplir la meta de inflación de 2005. Inclusive, no se descarta que la inflación en diciembre termine más cerca del piso del rango meta que de su punto medio. Como lo muestra el Grafico 47 existe un 99% de probabilidad de que la inflación se sitúe por debajo del 5% a finales del presente año.

Para 2006, el balance de riesgo también presenta un sesgo hacia abajo respecto de la senda central y del anuncio sobre la meta hecho por la JDBR hace un año<sup>15</sup>. Así, la probabilidad de que la inflación total se sitúe por debajo del 4% es del 62%.

Finalmente, conviene señalar que el balance de riesgos, al igual que la senda central de pronóstico del MMT, presentado en esta sección supone una política monetaria activa que se ajusta para garantizar el cumplimiento de las metas de inflación en el largo plazo.

GRÁFICO 47

DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDADES DEL PRONÓSTICO DE LA INFLACIÓN (FAN CHART)



Fuente: Cálculos del Banco de la República.

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

Inflación	Probabilidad (%)							
	2005		2006				2007	
	Sep.	Dic.	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.	Mar.	Jun.
mayor a 6,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
menor a 6,5	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
menor a 6,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
menor a 5,5	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,9
menor a 5,0	96,5	99,3	93,9	98,1	99,8	99,2	98,8	98,6
menor a 4,5	2,3	43,5	47,5	72,5	94,0	89,5	89,1	90,0
menor a 4,0	0,0	4,3	12,8	36,0	67,9	62,4	64,0	67,5

<sup>15</sup> En noviembre de 2005, la JDBR se comprometió a fijar una meta para 2006 que no estaría por encima de 5% ni por debajo de 3%.

### NUEVA VERSIÓN DEL MODELO DE MECANISMOS DE TRANSMISIÓN (MMT)

Departamento de Modelos Macroeconómicos  
Subgerencia de Estudios Económicos

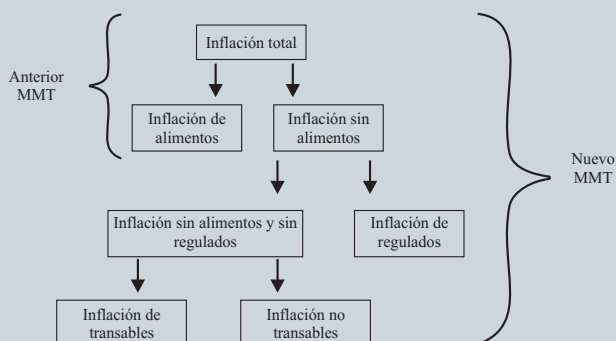
En este recuadro se presenta una nueva versión del modelo de mecanismos de transmisión (MMT), el cual ha empezado a utilizarse, a partir del presente informe, como modelo central de simulación de política y pronóstico del Banco de la República. Al igual que el modelo que reemplaza, el nuevo permite relacionar los pronósticos de las principales variables macroeconómicas con la política del banco central. Esto es posible por que los pronósticos producidos por el modelo tienen en cuenta la respuesta de la autoridad monetaria ante los diversos choques que experimenta la economía.

Desde su implementación, en septiembre de 2001, el MMT ha tenido varias modificaciones y refinamientos en lo que se refiere a la especificación, calibración y estimación de los parámetros de las ecuaciones que lo conforman. Dado que es un modelo de simulación y análisis de política, es importante que éste logre replicar los hechos estilizados de la economía colombiana, y que su respuesta a choques específicos, en términos de la reacción de la tasa de interés y del tipo de cambio, sea consistente.

En la versión anterior del modelo, la inflación total estaba descompuesta en dos grupos: la de alimentos y sin alimentos. Cada una de estas inflaciones estaba caracterizada por una ecuación de comportamiento (curva de Phillips aumentada por expectativas). Los choques de oferta eran introducidos al modelo a través de ellas.

La más importante innovación de la nueva versión que se presenta aquí consiste en la introducción de una nueva descomposición de la inflación sin alimentos en tres componentes: inflación de transables, inflación de no transables e inflación de regulados. La Figura 1 ilustra la nueva descomposición de la inflación en el nuevo MMT y su relación con el anterior modelo.

**FIGURA R3.1**  
**NUEVA DESCOMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN EN EL MMT**



En el marco del nuevo modelo la clasificación de las nuevas canastas se hizo con base en los siguientes criterios:

1. Los transables, entendidos como los bienes y servicios cuyos precios son muy sensibles a movimientos en la tasa de cambio. En esta canasta se encuentran ítems como vehículos, medicinas, higiene corporal, etc. Estos bienes representan el 25% del IPC total y el 35% del IPC sin alimentos.
2. Los no transables, entendidos como los bienes y servicios cuyos precios no son sensibles a la tasa de cambio y responden primordialmente a condiciones domésticas; en particular, a la evolución de la demanda y a las expectativas de inflación. En esta canasta se encuentran ítems como arrendamientos, servicios bancarios, servicios mecánicos, etc. Su peso en el IPC total es del 37% y en el IPC sin alimentos del 52%.
3. Los regulados, entendidos como los bienes y servicios cuyos precios son determinados por el gobierno central, por gobiernos locales o por entidades reguladoras. En esta canasta se encuentran ítems como transporte, energía eléctrica, acueducto, etc.; y corresponden al 9% del IPC total y al 13% del IPC sin alimentos.

En la nueva versión se mantienen las principales ecuaciones del modelo anterior (ecuación de demanda agregada, la relación de paridad descubierta de intereses y la regla de política)<sup>1</sup>. Sin embargo, ahora cada uno de los componentes de la inflación sin alimentos (transables, no transables y regulados) está caracterizado por una ecuación de comportamiento. A continuación, se muestran las ecuaciones de comportamiento para la inflación de los bienes transables y para la inflación de bienes no transables.

$$(1) \quad \pi_t^{NT} = 0,65\pi_{t-1}^{NT} + 0,35\pi_t^e + 0,29\hat{y}_t + \varepsilon_t^{\pi^{NT}}$$

$$(2) \quad \pi_t^T = 0,86\pi_{t-1}^T + 0,05(\pi_{t-1}^* + \delta_{t-1} - \delta_t^Z) + 0,09\pi_t^e + \varepsilon_t^{\pi^T}$$

La ecuación de la inflación de no transables (Ecuación 1) es una curva de Phillips aumentada por expectativas. A parte del componente autoregresivo, la inflación depende igualmente de las expectativas de la inflación total  $\pi_t^e$ , de la brecha del producto  $\hat{y}_t$  y de un componente  $\varepsilon_t^{\pi^{NT}}$  que recoge los choques de oferta en este sector.

La ecuación de la inflación de transables (Ecuación 2) relaciona la inflación transable, con la inflación externa  $\pi_t^*$ , la depreciación nominal  $\delta_t$ , la depreciación real de largo plazo  $\delta_t^Z$  y las expectativas de la inflación total  $\pi_t^e$ .  $\varepsilon_t^{\pi^T}$  es un componente que recoge los choques de oferta en este sector.

Con la introducción de estas nuevas ecuaciones se captura mejor los hechos estilizados de la

<sup>1</sup> Para mayor detalle, veáse el *Informe sobre Inflación*, de junio 2003, Banco de la República



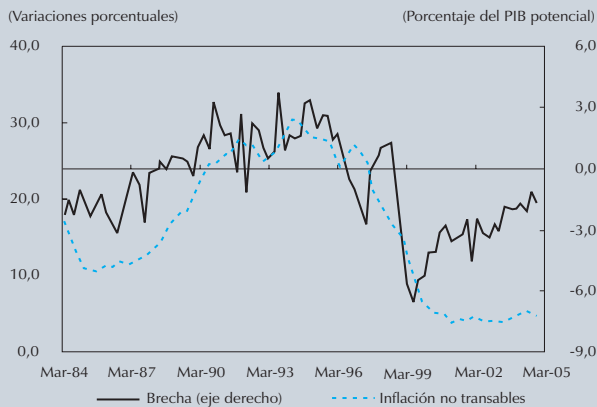
economía colombiana. Como se puede apreciar en el Gráfico R3.1, los movimientos de la inflación de los no transables (sin alimentos ni regulados) y la brecha del producto están muy correlacionados. De esta manera, definir una curva de Phillips sobre la inflación de los no transables reflejaría la estrecha relación entre dichas variables. Las estimaciones econométricas de la Ecuación 1 muestran que estadísticamente esta curva de Phillips es significativa.

Por su parte, para la inflación de los transables (sin alimentos ni regulados), los datos para Colombia muestran que existe una relación relativamente estrecha entre esta variable y la depreciación nominal (Gráfico R3.2). Esta relación es ratificada por la significancia estadística del tipo de cambio en la ecuación de la inflación de transables (Ecuación 2).

Por otro lado, la descomposición de la inflación sin alimentos en los nuevos componentes permite un mayor grado de flexibilidad al modelo en la medida en que los choques de oferta específicos a cada uno de los tres sectores (transables, no transables y regulados) pueden ser introducidos por medio de los componentes de error propios a cada ecuación.

**GRÁFICO R3.1**

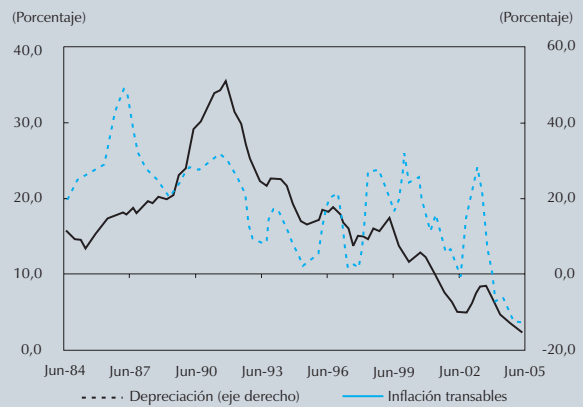
**INFLACIÓN DE NO TRANSABLES (\*) Y BRECHA DEL PRODUCTO**



(\*) Sin alimentos ni regulados.  
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

**GRÁFICO R3.2**

**INFLACIÓN DE TRANSABLES (\*) Y DEPRECIACIÓN VARIACIONES ANUALES**



(\*) Sin alimentos ni regulados.  
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

**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 2005 y 2006. En el momento de la consulta los agentes contaban con información a junio de 2005.

**I. Proyecciones para 2005**

En el Cuadro A1 se presentan los pronósticos para 2005. En esta ocasión, en promedio, los analistas locales mejoraron en 11 pb su pronóstico de crecimiento (frente al realizado el trimestre anterior), al situarse en 3,9%, mientras que los extranjeros lo redujeron en 13 pb para ubicarse en 3,6%. Sólo uno de los once analistas redujo su pronóstico, tres lo incrementaron y los siete restantes lo mantuvieron constante. Esto sugiere que, en general, los pronósticos no se vieron afectados por la nueva corrección (al alza) que hizo el DANE a las series de crecimiento debido a la revisión de la serie de producción industrial (hace un trimestre ya había hecho una corrección al alza por la revisión de las obras civiles).

**CUADRO A1  
PROYECCIONES PARA 2005**

	Crecimiento del PIB real %	Inflación IPC %	Tasa de cambio nominal (fin de)	DTF nominal %	Déficit (% del PIB)		Tasa de desempleo (13 ciudades) %
					Fiscal (SPC)	Cta. Cte.	
<b>Analistas locales</b>							
Revista <i>Dinero</i>	3,8	5,2	2.420	7,7	2,5	n.d.	13,5
BBVA Ganadero	3,8	5,0	2.400	n.d.	2,5	-0,5	12,0
Citibank Colombia	4,0	5,0	2.300	7,2	2,5	n.d.	14,2
Suvalor-Corfinsura	3,7	5,1	2.420	7,3	2,8	n.d.	n.d.
Corfivalle	4,0	5,2	2.441	7,7	2,5	n.d.	13,0
ANIF	3,8	5,2	2.400	7,5	2,5	n.d.	12,5
Fedesarrollo	3,9	5,0	2.372	7,5	2,5	2,3	14,9
<b>Promedio</b>	<b>3,9</b>	<b>5,1</b>	<b>2.393</b>	<b>7,5</b>	<b>2,5</b>	<b>0,9</b>	<b>13,4</b>
<b>Analistas externos</b>							
CS First Boston	3,5	5,0	2.359	n.d.	2,5	0,9	12,8
IDEA Global	4,3	5,0	2.350	7,5	2,1	1,1	12,5
J. P. Morgan Chase	3,0	4,9	2.450	7,3	2,4	1,1	13,5
Deutsche Bank	3,6	4,9	2.400	7,1	2,5	2,6	11,7
<b>Promedio</b>	<b>3,6</b>	<b>5,0</b>	<b>2.390</b>	<b>7,3</b>	<b>2,4</b>	<b>1,4</b>	<b>12,6</b>

Fuentes: Revista *Dinero* y Consensus Forecast.

En cuanto a la inflación, el pronóstico de los analistas locales disminuyó 11 pb para ubicarse en 5,1%, mientras que el de los extranjeros se redujo en 15 pb para situarse en 5,0%. Puesto que el dato de la inflación anual en junio fue 4,83%, estos pronósticos suponen que la inflación

debe incrementarse, en promedio, en el resto del año. Al igual que hace un trimestre, todos los analistas confían en el cumplimiento de la meta. Sin embargo, sus pronósticos se sitúan en la mitad del intervalo que fijó la JDBR para final de año (4,5% - 5,5%), mientras que hace un trimestre se situaban en la parte alta de este intervalo.

Para el tipo de cambio la diferencia entre el pronóstico de los agentes locales y los extranjeros es de \$4 (hace un trimestre era \$90). Nueve de los once analistas corrigieron su pronóstico a la baja y uno lo mantuvo. En promedio, los analistas locales bajaron su pronóstico en \$128 (hace un trimestre ya lo habían reducido en \$12), mientras que los extranjeros lo hicieron en \$42 (\$96 hace un trimestre). Los pronósticos de tasa de cambio se han reducido progresivamente en el transcurso del año: mientras que ahora los agentes esperan que en 2005 la divisa se devalúe 0,1% en comparación con el precio de fin de 2004, hace un trimestre la devaluación esperada era 3,4% y hace dos trimestres era 5,6%. La máxima devaluación esperada es de 2,5% y la mínima de -3,9% (6,1% y -1% hace un trimestre y 11% y 1% hace dos). Cuatro de los analistas esperan una apreciación del tipo de cambio para (fin de) 2005, mientras que hace un trimestre sólo uno pensaba que esto fuera posible, y hace dos ninguno. Esto sugiere que la duración y magnitud de la apreciación ha sorprendido, probablemente a los analistas, y que dicha sorpresa se ha incorporado poco a poco dentro de sus pronósticos.

Para la DTF, el promedio de los analistas locales se sitúa en 7,5% y el de los extranjeros en 7,3% (hace un trimestre eran 7,9% y 7,5% respectivamente, y hace dos trimestres eran 8,0% y 8,1%). Este pronóstico implica que en promedio los analistas esperan que la DTF se mantenga en un nivel un poco menor que el que se observó a finales de 2004. Seis de los once analistas corrigieron a la baja y tres se mantuvieron. Para el déficit fiscal se espera que sea del orden de 2,5% del PIB, nivel similar al que venían pronosticando desde hace nueve meses. Con respecto al déficit en cuenta corriente, los analistas locales lo sitúan en 0,9% (2% hace un trimestre) y los extranjeros en 1,4% (1,2% hace un trimestre). Por último, los agentes locales mantuvieron su pronóstico del desempleo en trece ciudades en 13,4% y los extranjeros en 12,6%. Tan sólo uno corrigió a la baja y nueve mantuvieron sus pronósticos.

## **II. Proyecciones para 2006**

El Cuadro A2 muestra algunos pronósticos para 2006. En materia de crecimiento los analistas locales prevén 3,9% y los extranjeros 3,7% (igual desde hace dos trimestres). Para la inflación, los analistas locales esperan que sea 4,7% y los extranjeros 5,1% (4,8% y 5,2%, respectivamente, hace un trimestre). En cuanto al tipo de cambio, en 2006 se espera, en promedio, una devaluación anual (fin de) año de 5,1%, frente a los pronósticos para fin de 2005 (10% hace un trimestre y 6% hace dos). De esta manera, los analistas esperan que para finales de 2006 la TRM se ubique en \$2,513 (\$2,643 hace un trimestre y \$2,685 hace dos), similar al observado en julio de 2002.

Estos pronósticos implican una devaluación del peso de 5,2% en 2006 frente a los niveles que alcanzó a finales de 2004 (10% hace un trimestre y 12% hace dos). A diferencia de lo que se

**CUADRO A2  
PROYECCIONES PARA 2006**

	<b>Crecimiento del PIB real %</b>	<b>Inflación IPC %</b>	<b>Tasa de cambio nominal (fin de)</b>
<b>Analistas locales</b>			
Revista <i>Dinero</i>	3,4	5,0	2.589
BBVA Ganadero	3,5	4,7	2.561
Citibank Colombia	3,9	4,5	2.398
Suvalor-Corfinsura	3,8	4,7	n.d.
Corfivalle	4,5	5,0	2.532
ANIF	4,0	4,7	2.500
Fedesarrollo	4,0	4,0	2.556
<b>Promedio</b>	<b>3,9</b>	<b>4,7</b>	<b>2.523</b>
<b>Analistas externos</b>			
CS First Boston	3,5	5,0	2.426
IDEA Global	4,0	4,4	2.420
J. P. Morgan Chase	3,3	4,9	2.600
Deutsche Bank	3,8	6,0	2.569
<b>Promedio</b>	<b>3,7</b>	<b>5,1</b>	<b>2.504</b>

Fuentes: Revista *Dinero* y Consensus Forecast.

había observado en los pronósticos hechos en los dos últimos trimestres, ya no hay grandes diferencias en la distribución de esta devaluación. Para todos los analistas la devaluación se concentra principalmente en 2006 (hace un trimestre dos pensaban que se concentraba en 2005, uno pensaba que se concentraba por igual en 2005 y 2006 y siete pensaban que se concentraban principalmente en 2006). Esto marca un cambio en las expectativas, puesto que ya todos los analistas piensan que la devaluación ocurrirá en 2006, cuando a comienzo de año la mayoría pensaba que ocurriría en 2005. De nuevo, este hecho sugeriría que la apreciación ha sido mucho más duradera de lo que los analistas pensaban al comienzo del año.

# DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES

## **Antecedentes: Informe sobre Inflación de marzo de 2005**

Durante el primer trimestre de 2005 la JDBR mantuvo inalterada su estructura de tasas de interés de intervención, y mantuvo cerradas las subastas y ventanilla de contracción de liquidez. Esta última medida, adoptada el 17 de diciembre de 2004, indujo una reducción de cerca de 25 pb en la tasa interbancaria durante el mes de enero.

Estas decisiones fueron tomadas en el contexto de una reducción en la inflación de no transables y de caída en las expectativas de inflación. Estos hechos, junto con el efecto de la apreciación del tipo de cambio sobre la inflación de transables, contribuyeron a la fuerte caída de la inflación total y básica durante el primer trimestre. Así mismo, los resultados de los modelos indicaron que existía una gran probabilidad de cumplir la meta de 2005 (entre 4,5% y 5,5%) y de reducir la inflación hacia el rango anunciado para la meta en 2006 (entre 3% y 5%). Esto ocurriría inclusive con una devaluación moderada del peso en 2006, y sería consistente con una senda de la tasa de interés de corto plazo (tasa interbancaria TIB) que se mantenía en niveles iguales o ligeramente inferiores a los vigentes en ese momento (6,3%). A plazos más largos, la TIB debería incrementarse en términos reales.

Las proyecciones de tasa de cambio no presentaban una tendencia a la depreciación del peso colombiano durante 2005, en razón del buen dinamismo de nuestros principales socios comerciales (aunque inferior al que presentaron en 2004), y de la corrección al alza de las proyecciones de los términos de intercambio. Además, se esperaba que se mantuviera una amplia liquidez en los mercados internacionales sin repuntes importantes en las primas de riesgo-país, incluso ante ajustes graduales de las tasas de interés por parte de la Fed. Las proyecciones de balanza de pagos indicaban, sin embargo, que esta situación sería transitoria, y que en 2006 podrían presentarse, nuevamente, presiones hacia una devaluación.

Aunque estos resultados sugerían la posibilidad de un relajamiento de la postura de la política monetaria, la JDBR consideró que existían riesgos que impedían adoptar una postura monetaria más laxa. Estos estaban principalmente asociados con la posibilidad de un aumento en el crecimiento económico que implicara un mayor cierre de la brecha del producto, y con la existencia de una sorpresa desinflacionaria en el primer trimestre que no pudo explicarse mediante los modelos, y que, por lo tanto, no se sabía si era de carácter permanente o transitorio. Además, había incertidumbre sobre la evolución futura de la tasa de cambio. Por lo tanto, la JDBR consideró que era necesario reunir un conjunto mayor de información antes de introducir cualquier cambio en la política monetaria.

La JDBR también mantuvo el esquema de intervención cambiaria discrecional con el fin de evitar una apreciación excesiva del peso, que tendría un efecto negativo sobre los sectores transables de la economía y que podría inducir movimientos abruptos al alza en la tasa de cambio en el futuro, con posibles efectos desestabilizadores sobre la inflación y las expectativas de inflación.

En la implementación de esta última política, durante el primer trimestre de 2005 el Banco de la República hizo compras discretionales en el mercado cambiario por US\$773,8 m. Así mismo, durante este período el Banco vendió divisas al Gobierno nacional por US\$1.250 m, operación que fue esterilizada a través de la compra de TES B en el mercado secundario por una suma equivalente en pesos (\$2.933 mm). El Gobierno anunció que estas reservas serían utilizadas para el prepago de deuda externa en 2005.

### **Decisiones de política monetaria en el segundo trimestre de 2005**

La situación inflacionaria en junio confirmó las principales tendencias que se habían observado a lo largo del año: la reducción de la inflación básica y de las expectativas de inflación, y la alta probabilidad de cumplir la meta de 2005 (entre 4,5% y 5,5%). Así mismo, la economía colombiana continuaba en una fase de expansión como lo indicaban el crecimiento del PIB en el primer trimestre (teniendo en cuenta el menor número de días hábiles) y la mayoría de los indicadores económicos disponibles. De esta manera, la economía entraba a su tercer año de crecimiento de alrededor de 4%, impulsada especialmente por la inversión y las exportaciones.

Con base en los análisis del equipo técnico, la JDBR evaluó el comportamiento de las expectativas de inflación, los costos y salarios, el tipo de cambio y la brecha del producto, como principales determinantes de la inflación y de su posible evolución en los próximos seis a ocho trimestres, período de tiempo en el cual opera la política monetaria. Este análisis fue complementado con los resultados del modelo central de pronóstico que mostraban que era muy probable cumplir la meta de inflación en 2005 (incluso en la parte baja del rango meta) y reducir la inflación en 2006 hacia el rango anunciado para la meta puntual (3% a 5%). Este resultado era consistente, dada una depreciación baja en 2006, con el mantenimiento de una tasa de interés de corto plazo (TIB), en niveles entre 6,2% y 6,4%. A mediano y largo plazos el modelo mostraba que la política monetaria debía abandonar su postura expansionista y retornar a una posición neutral.

Con base en los anteriores elementos, la JDBR decidió mantener inalterada la postura de la política monetaria, reflejada en las actuales tasas de interés de intervención (Cuadro A), al tiempo que mantuvo cerradas la ventanilla y las subastas de contracción de liquidez de corto plazo.

Las principales razones que motivaron la decisión de la JDBR de mantener la postura de la política monetaria fueron las siguientes:

- Las expectativas de inflación a más de un año continuaban por encima o en el techo del rango anunciado para la meta de inflación en 2006.
- Había una incertidumbre considerable sobre dos variables que eran determinantes en

**CUADRO A**  
**ÚLTIMAS MODIFICACIONES DE LAS TASAS DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA**  
**(PORCENTAJE)**

Fecha	Lombarda		Subasta	
	De contracción		De expansión	
<b>2001</b> 17 de Dic.	6,25	7,50	8,50	12,25
<b>2002</b> 21 de Ene.	6,00	7,00	8,00	11,75
18 de Mar.	5,25	6,25	7,25	11,00
15 de Abr.	4,25	5,25	6,25	10,00
20 de May.	3,75	4,75	5,75	9,50
17 de Jun.	3,25	4,25	5,25	9,00
<b>2003</b> 20 de Ene.	4,25	5,25	6,25	10,00
29 de Abr.	5,25	6,25	7,25	11,00
<b>2004</b> 23 de Feb.	5,00	6,00	7,00	10,75
23 de Mar.	4,75	5,75	6,75	10,50
20 de Dic.	4,50	5,50	6,50	10,25
22 de Dic.	n.a.	n.a.	6,50	10,25

n.a. No aplica. Desde el 22 de diciembre de 2004, el Banco suspendió las operaciones de contracción monetaria (subasta y lombarda).  
Fuente: Banco de la República.

los resultados de los pronósticos de inflación: la tasa de cambio y la brecha del producto. Aunque para 2005 no se esperaba una depreciación importante del tipo de cambio, para 2006 existían factores de riesgo (asociados con los comicios electorales en varios países de América Latina, los precios del petróleo y la persistencia de los desequilibrios macroeconómicos en los Estados Unidos) que podrían implicar un ajuste mayor de la tasa de cambio a la prevista en el escenario central.

- También había incertidumbre con respecto al nivel de la brecha del producto y al ritmo de su cierre. Varios indicadores sugerían un mayor dinamismo económico, como el crecimiento del crédito de consumo y del crédito comercial, así como la aceleración observada en el crecimiento de los depósitos privados y de los agregados monetarios.
- En varios sectores (construcción, comercio al por menor e industria) se observaban incrementos significativos de los salarios reales en los últimos seis meses. Aunque aparentemente estos incrementos habían sido acomodados a través de aumentos en la productividad del trabajo, hacia adelante podrían significar presiones represadas de costos, si las mejoras en productividad no se mantenían.
- Los pronósticos indicaban que la inflación de no transables sin alimentos estaría en 5,5% en diciembre de 2005, y que permanecería alrededor de este nivel al menos en la primera parte de 2006. En estas condiciones podía ser más difícil acomodar incrementos súbitos en la inflación de transables, si tuviesen lugar aumentos importantes en la tasa de cambio.
- Varias de las tasas de interés de la economía se habían reducido en forma importante en el último mes. Entre ellas, la DTF se había reducido cerca de 20 pb, al situarse en 7,05%.

Otras tasas de interés de mayor plazo también presentaban caídas importantes en el último trimestre, como la tasa de los TES 2014 que había caído cerca de 200 pb en términos reales (240 pb en términos nominales), hasta alcanzar un nivel mínimo histórico. En la medida en que estas tasas de interés reflejan un costo de oportunidad para los fondos de inversión en la economía, estas caídas constituían un impulso adicional sobre la actividad económica.

- Como ya se dijo, las simulaciones con el modelo central de pronóstico indicaban que en el mediano y largo plazo la política monetaria debía abandonar su postura expansionista y retornar a una posición neutral. Por lo tanto, cualquier reducción actual en las tasas de interés de intervención tendría un carácter transitorio y debería ser reversada en los próximos trimestres, en la medida en que no haya cambios en los factores fundamentales que determinan el comportamiento inflacionario. En estas condiciones, una política en esta dirección incrementaría la volatilidad en las tasas de interés de corto plazo con posibles efectos negativos sobre la estabilidad financiera, al transmitirse a las tasas de interés de los TES. Se consideró que esto era particularmente relevante dada la posibilidad de sobrerreacciones que pueden tener lugar en este mercado, la alta participación de estas inversiones en los activos del sistema financiero y su importancia para el financiamiento del Gobierno.
- Finalmente, la Junta analizó la dinámica de los agregados monetarios y no encontró evidencia que la llevara a modificar su criterio de suministrar la liquidez que requiere la economía a las tasas de intervención vigentes.

Adicionalmente, con base en la evaluación de la situación cambiaria, las proyecciones de la balanza de pagos, y la información reciente sobre flujos de IED, la JDBR decidió mantener el esquema de intervención discrecional en el mercado cambiario con el fin de contribuir a su ajuste gradual y a evitar una apreciación excesiva del tipo de cambio. En la implementación de esta política el Banco compró US\$841,3 m en el segundo trimestre del año, y completó así un total de US\$1.615 m de compras discretionales en lo corrido del año (Cuadro B).

Finalmente, en junio, la JDBR adoptó un nuevo esquema de suministro de liquidez en el cual la Dirección General de Crédito Público y del Tesoro Nacional deposita la totalidad de sus recursos a tasas de mercado en el Banco de la República, y éste distribuye la liquidez al mercado en concordancia con las proyecciones monetarias a través de operaciones Repo. Estas proyecciones tienen en cuenta las provisiones de liquidez requeridas para el mantenimiento de las tasas de corto plazo en niveles consistentes con la meta de inflación. Por esta razón este esquema es coherente con la estrategia de inflación objetivo, al tiempo que permite impulsar el desarrollo del mercado monetario y de deuda pública.

El nuevo esquema fue el resultado de un esfuerzo coordinado entre el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y el Banco de la República.



**CUADRO B**  
**OPERACIONES DE COMPRAVENTAS DE DIVISAS**  
**DEL BANCO DE LA REPÚBLICA**

	2004	2005						
		enero	febrero	marzo	abril	mayo	junio	Acumulado Ene-jun
<b>Compras</b>	<b>2.904,9</b>	<b>267,9</b>	<b>335,5</b>	<b>170,04</b>	<b>407,7</b>	<b>151,3</b>	<b>282,4</b>	<b>1.615,0</b>
<b>Opciones Put</b>	1.579,6	0,0	0,0	0,0	0,0	<b>0,0</b>	0,0	0,0
para acumulación de reservas internacionales	1.399,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
para el control de la volatilidad	179,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Intervención discrecional</b>	<b>1.325,3</b>	<b>267,9</b>	<b>335,5</b>	<b>170,04</b>	<b>407,7</b>	<b>151,3</b>	<b>282,4</b>	<b>1.615,0</b>
<b>Ventas</b>	<b>500,0</b>	<b>0,0</b>	<b>250,0</b>	<b>1.000,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>1.250,0</b>
<b>Gobierno nacional</b>	500,0	0,0	250,0	1.000,0	0,0	0,0	0,0	1.250,0
<b>Compras netas</b>	<b>2.404,9</b>	<b>267,9</b>	<b>85,5</b>	<b>(829,6)</b>	<b>407,7</b>	<b>151,3</b>	<b>282,4</b>	<b>365,0</b>

Fuente: Banco de la República.