



INFORME SOBRE INFLACIÓN

DICIEMBRE DE 2006

BANCO DE LA REPÚBLICA

BOGOTÁ, D.C., COLOMBIA

ISSN - 1657 - 7973

LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

OBJETIVOS

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

HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

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

PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

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

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

COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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

CONTENIDO

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS	6
EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA	9
I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL	15
A. CONTEXTO EXTERNO	15
B. VARIABLES FINANCIERAS	18
C. ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EMPLEO	23
D. SITUACIÓN INFLACIONARIA A DICIEMBRE	28
E. DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN	31
II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS	36
A. CONTEXTO EXTERNO	36
B. CONTEXTO INTERNO	41
C. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	45
RECUADRO 1: LA TRANSMISIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS EN COLOMBIA	52
RECUADRO 2: EL CUMPLIMIENTO DE LAS METAS DE INFLACIÓN EN COLOMBIA	58
RECUADRO 3: MEDICIÓN Y EVOLUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD LABORAL EN LA INDUSTRIA COLOMBIANA Y SU EFECTO SOBRE LOS COSTOS	62
ANEXO. PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS	65

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS

I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL

Gráfico 1	Crecimiento trimestral anualizado del PIB: Estados Unidos, zona del euro y Japón	16
Gráfico 2	Inflación anual al consumidor en los Estados Unidos	17
Gráfico 3	Índice de <i>commodities</i> , Goldman Sach	17
Gráfico 4	Tasa de cambio nominal de diferentes monedas latinoamericanas frente al dólar	17
Gráfico 5	Tasa representativa del mercado	18
Gráfico 6	Índice de tasa de cambio real	18
Gráfico 7	Prima de riesgo-país EMBI+ países emergentes	18
Gráfico 8	Agregados monetarios, tasa de crecimiento anual del promedio mensual	19
Gráfico 9	Cartera bruta M/L: tasa de crecimiento anual	20
Gráfico 10	TES en poder de los establecimientos de crédito	20
Gráfico 11	Cartera bruta/PIB	21
Gráfico 12	Curva de CDT, abril y diciembre de 2006	21
Gráfico 13	Tasas de interés de colocación	22
Gráfico 14	Tasas de negociación de los TES, tasa fija en el mercado secundario, SEN	22
Gráfico 15	Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia	23
Gráfico 16	Crecimiento anual real del PIB trimestral	23
Gráfico 17	Crecimiento anual del PIB de transables y no transables	26
Gráfico 18	Tasa global de participación promedio para septiembre, octubre y noviembre	27
Gráfico 19	Tasa de ocupación promedio para los meses de septiembre, octubre y noviembre	27

Gráfico 20	Inflación anual al consumidor	28
Gráfico 21	Indicadores de la inflación básica	29
Gráfico 22	IPC de transables (sin alimentos ni regulados)	29
Gráfico 23	IPC de no transables (sin alimentos ni regulados)	30
Gráfico 24	Descomposición del IPC de no transables (sin alimentos ni regulados)	30
Gráfico 25	IPC de regulados	30
Gráfico 26	IPC de alimentos	31
Gráfico 27	Descomposición del IPC de alimentos	31
Gráfico 28	Utilización de capacidad instalada	31
Gráfico 29	Expectativas de inflación a diciembre de cada año, bancos y comisionistas de bolsa	33
Gráfico 30	Inflación anual al productor	33
Gráfico 31	Inflación anual del IPP de importados	35
Cuadro 1	Tasa de cambio nominal y real en 2006	19
Cuadro 2	Crecimiento anual y contribución al PIB según tipos de gasto	25
Cuadro 3	Crecimiento y contribución al PIB según tipo de gasto	26

II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

Gráfico 32	Índice de precios del total de <i>commodities</i> sin petróleo (WCF)	39
Gráfico 33	Cambio del pronóstico de crecimiento anual del PIB real para 2006 entre ene-05 y ene-07	41
Gráfico 34	Consumo per cápita de los hogares	42
Gráfico 35	Inversión total como porcentaje del PIB	43
Gráfico 36	Crecimiento anual del índice de producción industrial	43
Gráfico 37	Crecimiento anual del PIB de transables y no transables	44
Gráfico 38	Crecimiento anual real del PIB	45
Gráfico 39	Distribución de probabilidades del pronóstico de la inflación (<i>Fan Chart</i>)	50
Cuadro 4	Pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales	37
Cuadro 5	Precios internacionales	39
Cuadro 6	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	42
Cuadro 7	Crecimiento real anual del PIB sectorial	44
Cuadro 8	Pronósticos del modelo central (MMT)	48

EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA

SÍNTESIS DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA

- En diciembre la inflación anual al consumidor se situó en 4,48% (frente a 4,58% en septiembre), cifra que corresponde al punto medio del rango meta que se había fijado para el año. Aunque el aumento de la inflación de diciembre estaba dentro de lo previsto, sorprendió el repunte del índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos y de otros indicadores de inflación básica, cuyo promedio se ubicó en 4,51%.
- El incremento en la inflación sin alimentos fue explicado, en buena parte, por los bienes y servicios no transables sin alimentos ni regulados. Por su parte, la inflación de transables se mantuvo estable, comportándose acorde con la tendencia del tipo de cambio.
- Para el año completo la inflación al consumidor se redujo de 4,86% en 2005 a 4,48% en 2006, principalmente por el menor incremento en los precios de alimentos perecederos y de los bienes transables. En el caso de los transables la reducción obedeció a un ajuste de tarifas en los servicios de telefonía de larga distancia. La inflación de no transables sin alimentos ni regulados aumentó de 4,57% a 4,75%.
- El crecimiento del PIB de 7,7% en el tercer trimestre superó las expectativas. La aceleración se concentró en el PIB privado, que creció 8,7%. El aumento en un 9,7% de la demanda interna estuvo impulsado, básicamente, por el incremento del consumo de los hogares y por el buen dinamismo que continuó mostrando la inversión, especialmente en maquinaria y equipo (19,3% durante el trimestre) y en construcción y edificaciones (24,5%). Las exportaciones totales mantuvieron un buen comportamiento y se aceleraron en términos reales.
- En este informe se revisaron al alza los pronósticos de crecimiento económico para 2007. La demanda interna continuaría aumentando vigorosamente, con base en el dinamismo del consumo y de la inversión privada. También, se espera un incremento mayor del consumo público, frente al observado en 2006. De esta manera, el crecimiento económico en 2007 estaría en un rango entre 4,4% y 6,6%.
- Se espera que las condiciones externas continúen contribuyendo al buen desempeño de la economía colombiana en 2007: la demanda de nuestros socios comerciales sólo se desaceleraría

ligeramente (con respecto a 2006), y los términos de intercambio permanecerían en niveles altos, aunque menores a los observados en los últimos años. Adicionalmente, la percepción de riesgo en los mercados financieros se mantendría relativamente baja, gracias a la existencia de una liquidez amplia en el contexto internacional. En este escenario no se esperan incrementos en las tasas de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed).

- El crédito continúa expandiéndose a ritmos acelerados: la cartera del sistema financiero en moneda legal crece al 34,9% y la cartera de consumo al 48,3%. En parte, este comportamiento refleja un aumento en la oferta de crédito asociado con la recomposición de los portafolios de las entidades crediticias desde inversiones en TES hacia cartera, que entre marzo y diciembre de 2006 redujeron sus tenencias de TES en un monto cercano a los \$4,2 billones.
- Los ajustes en las tasas de interés del Banco (150 puntos básicos (pb) entre abril y diciembre) se han reflejado, de manera parcial, en las tasas de mercado. Las tasas de interés de CDT a diversos plazos aumentaron, en promedio, 87 pb en ese período. De otro lado, las tasas de interés activas han aumentado, en términos reales, en el caso del crédito preferencial y de Tesorería, pero las otras han disminuido (crédito ordinario, consumo y tarjeta).

DECISIONES DE POLÍTICA

- Los principales cambios con respecto al análisis de la situación inflacionaria en el Informe de septiembre fueron los siguientes:
 - Surgieron evidencias de una aceleración de la demanda agregada que aumentaron los pronósticos de crecimiento para 2006 y 2007.
 - La reducción que había tenido lugar en la inflación de no transables sin alimentos y sin regulados al finalizar el tercer trimestre se reversionó, y terminó el año en 4,75%, por encima del nivel de 2005 (4,57%). También continuó aumentando el promedio de los indicadores de inflación básica: de 4,25% en septiembre, a 4,51% en diciembre.
 - Se acentuó la apreciación del peso, con lo cual la tasa de cambio pasó de \$2.400 por dólar en septiembre a \$2.238 a finales de diciembre.
 - La inflación para 2006 fue de 4,48%, ligeramente por debajo del pronóstico del Informe de septiembre (4,6%); de esta manera, se cumplió la meta de inflación del año en el punto medio del rango que se había fijado (entre 4% y 5%).
- En conjunto, los anteriores elementos implican un mayor riesgo de presiones inflacionarias frente a las consideradas en el Informe de septiembre, por las siguientes razones:
 - No se espera una desaceleración significativa del crecimiento de la demanda agregada en los próximos trimestres. Las condiciones externas continúan siendo favorables, las tasas

de interés reales internas todavía son bajas en términos históricos, y el crédito sigue creciendo a ritmos altos, especialmente el de consumo.

- Aunque el cálculo del *nivel de utilización* de la capacidad instalada está sujeto a un alto grado de incertidumbre, diversas metodologías sugieren que dicho nivel continúa aumentando, frente a las estimaciones presentadas en el Informe de septiembre, con lo cual sigue disminuyendo el margen antes existente con respecto al *nivel de utilización consistente* con la estabilidad de precios.
- Si bien el cumplimiento de la meta de inflación por tercer año consecutivo contribuye a aumentar la credibilidad en la meta para 2007, la evolución esperada de la inflación total en el primer semestre podría afectar negativamente las expectativas de inflación: en efecto, los pronósticos muestran que ésta permanecería en niveles superiores a 4,5% (el techo del rango meta para el año) durante este período, como resultado de los precios de los alimentos (afectados por el fenómeno de El Niño) y de los precios de los bienes y servicios regulados (por los bajos niveles de comparación en 2006). Estos son efectos transitorios que se tenderían a corregir en el segundo semestre, pero que podrían tener un efecto más permanente si se transmiten a las expectativas de inflación.
- Aunque la evolución del tipo de cambio es una variable altamente incierta, no se espera una contribución adicional de la inflación de transables a la reducción de la inflación total.
- En este contexto, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) consideró conveniente continuar con la reducción del estímulo monetario a través del aumento en las tasas de interés de intervención en 25 pb, en cada ocasión, en los meses de octubre, diciembre y enero. Con este último incremento la tasa base para las subastas de expansión quedó en 7,75%.
- La decisión de continuar con el proceso de normalización monetaria ratifica el compromiso de la JDBR de adoptar las medidas necesarias con el fin de garantizar la convergencia de la inflación hacia la meta de largo plazo. Esta eliminación gradual del estímulo monetario no afecta la capacidad de crecimiento de la economía colombiana en torno de su potencial y, antes bien, contribuye a su continuidad y sostenibilidad.
- Existen riesgos asociados con el contexto externo que pueden generar incrementos en la tasa de cambio y en la prima de riesgo-país, los cuales podrían provenir de expectativas de incrementos adicionales en las tasas de la Fed, caídas mayores en los precios de los productos básicos o menores flujos de capital hacia las economías emergentes. Esto podría implicar mayores riesgos inflacionarios por el efecto de la depreciación del peso sobre la inflación de transables y, posiblemente, sobre las expectativas de inflación. Algunos de estos eventos podrían, al mismo tiempo, tener un impacto negativo sobre el crecimiento económico en Colombia (como ocurriría con la caída en los términos de intercambio) y disminuir, por esta vía, presiones inflacionarias de demanda potenciales. La autoridad monetaria debe estar atenta a la posibilidad de que algunos de estos riesgos se materialicen y evaluar sus posibles efectos sobre los pronósticos de inflación.

- Para los primeros meses del año se espera una fuerte entrada de divisas proveniente de la venta de activos del sector público. Estas monetizaciones podrían exacerbar innecesaria y transitoriamente la volatilidad de la tasa de cambio y de los precios de otros activos. Por esta razón, la JDDBR consideró conveniente anunciar su disposición a intervenir de manera masiva en el mercado cambiario. En cualquier caso las intervenciones se harán de manera tal que no lleven a desviaciones de la tasa de interés del Banco de la República del nivel compatible con el logro de las metas de inflación de 2007 y 2008.

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

Alejandro Reyes

Andrés Mauricio Velasco

Edgar Caicedo

Eliana González

José Luis Torres

Juan Nicolás Hernández

Luisa Fernanda Charry

Luz Adriana Flórez

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Gloria Alonso, Jefe de la Sección de Programación Macroeconómica y Luis Hernán Calderón, profesional experto de la misma sección; Mario Nigrinis y Martha López de la Unidad de Asuntos Especiales, del Departamento de Modelos Macroeconómicos y Luis Fernando Melo, Norberto Rodríguez y Julián Pérez.

I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL

El crecimiento interno continuó superando las expectativas. Los indicadores sectoriales auguran un alto crecimiento en el cuarto trimestre y permiten aumentar las estimaciones para el crecimiento del PIB en 2006.

Durante el segundo semestre sorprendió la fortaleza del consumo privado, al cual contribuyó el fuerte aumento del crédito. El dinamismo de la inversión habría permitido que su participación, como proporción del PIB, alcanzara registros máximos históricos en 2006.

El contexto externo continuó siendo favorable. La economía mundial disfrutó de una amplia liquidez que permitió una importante entrada de flujos de capital, especialmente de inversión extranjera directa. El crecimiento de algunos socios comerciales fue mayor que el contemplado en los pronósticos.

El canal de crédito se habría restablecido completamente. Una fuente importante de recursos para los bancos fue la liquidación de inversiones. En este contexto, los ajustes en las tasas de interés del Banco sólo se transmitieron parcialmente a las de mercado. Las tasas para los créditos de consumo se redujeron.

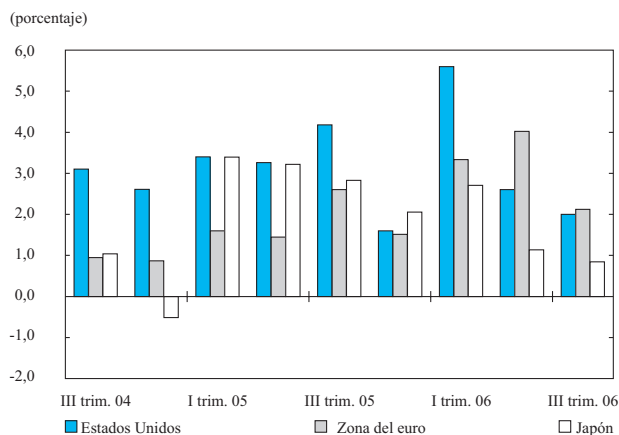
La inflación se redujo con respecto a 2005, y la meta se cumplió por tercer año consecutivo. Ello redujo gradualmente las expectativas de inflación y fortaleció la credibilidad de la política monetaria. Al final de año la inflación de no transables sin alimentos ni regulados mostró aumentos superiores a los esperados en el Informe de septiembre.

A. CONTEXTO EXTERNO

Durante la segunda mitad del año el crecimiento económico mundial se moderó debido a un ritmo de expansión más lento en los Estados Unidos y en otras economías desarrolladas; por el contrario, las economías emergentes siguieron mostrando un desempeño sobresaliente. El menor ritmo de crecimiento en los Estados Unidos y la reducción inesperada en los precios de las materias primas frenaron la tendencia alcista de la inflación en ese país. En ese contexto, las tasas de interés no presentaron ajustes.

Durante el segundo semestre la economía estadounidense redujo su ritmo de crecimiento: en particular, para el tercer trimestre de 2006 la expansión (trimestral anualizada) fue de 2,0%, como resultado de la desaceleración del mercado de vivienda y

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



Fuente: Datastream.

del sector automotriz (Gráfico 1). Para el cuarto trimestre los indicadores han tenido un desempeño mixto: los más importantes para la industria continuaron debilitándose, aunque en forma menos pronunciada que la observada en trimestres anteriores, mientras algunas cifras de consumo, mercado laboral y vivienda repuntaron, posiblemente como resultado del invierno leve¹.

Igualmente, durante el segundo semestre de 2006 la zona del euro y Japón presentaron una expansión menor que la observada a comienzos del año. En el tercer trimestre Europa creció 2,1% y Japón 0,84%. La fuerte moderación en el ritmo de crecimiento de la economía japonesa es explicada por el bajo dinamismo del consumo; sin embargo, se espera que esta tendencia sea transitoria dadas las excelentes condiciones de financiamiento y la mejora que registra el mercado laboral. Para ambas economías los indicadores más

recientes sobre confianza en los negocios, producción industrial y expectativas de los hogares se mantienen en niveles relativamente favorables.

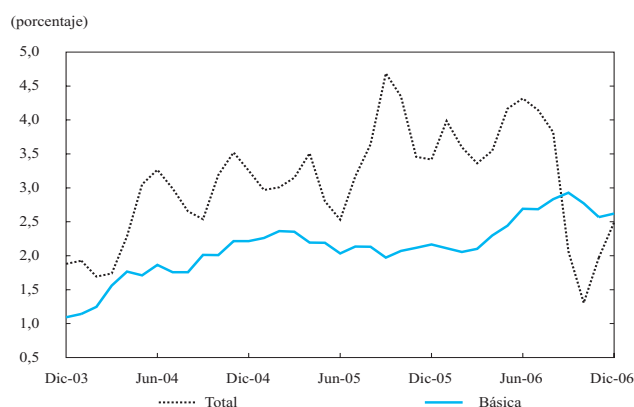
Por su parte, las economías emergentes continuaron creciendo fuertemente durante el cuarto trimestre. El crecimiento de China fue de 10,4%, levemente por encima del observado el trimestre anterior. El menor crecimiento de la economía estadounidense y las políticas adoptadas por la autoridad monetaria para controlar el crecimiento en algunos sectores no han tenido aún un impacto importante en esa economía. De otro lado, las economías latinoamericanas y especialmente los principales socios comerciales de Colombia, continuaron mostrando un desempeño económico muy favorable, con tasas de crecimiento similares a las del primer semestre del año. En el tercer trimestre el crecimiento del producto interno bruto (PIB) para Venezuela y Ecuador fue de 10,4% y 4,6%, respectivamente.

En los últimos meses de 2006 la inflación para las economías desarrolladas tendió a moderarse en línea con el menor ritmo de crecimiento económico y la caída en los precios de algunas materias primas; no obstante, en el caso de la economía estadounidense la inflación básica a diciembre (2,6% anual) siguió estando por encima de lo que se consideran son las metas implícitas de la autoridad monetaria (Gráfico 2)². Adicionalmente, aún son una fuente importante de preocupación los

¹ En momentos en que se redactaba este informe se conoció la cifra preliminar de crecimiento de los Estados Unidos para el cuarto trimestre, la cual ascendió a 3,5%, por encima de lo esperado por el mercado. La inversión residencial siguió contrayéndose y el resto de la inversión no creció. El consumo registró un buen crecimiento, superando los pronósticos. Para el año completo la economía habría crecido 3,4%.

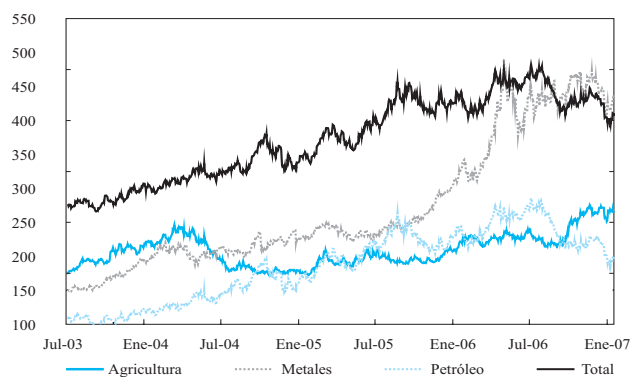
² El deflactor implícito del consumo en los Estados Unidos se situó en 2,2% en diciembre, y mostró una desaceleración lenta desde mediados de año. Este indicador es seguido detalladamente por la Reserva Federal de los Estados Unidos y reviste tanta importancia para la toma de decisiones de política como el IPC.

INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR EN LOS ESTADOS UNIDOS



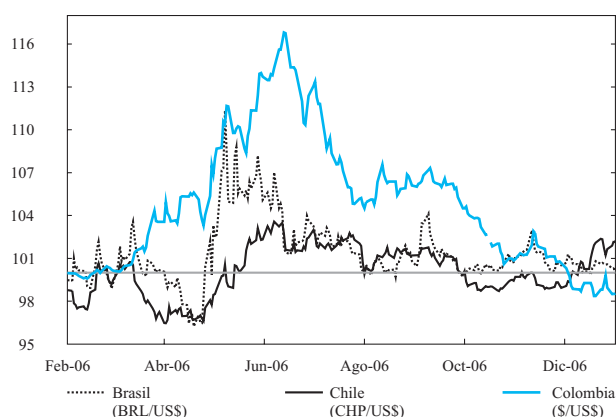
Fuente: Datastream.

ÍNDICE DE COMMODITIES, GOLDMAN SACH

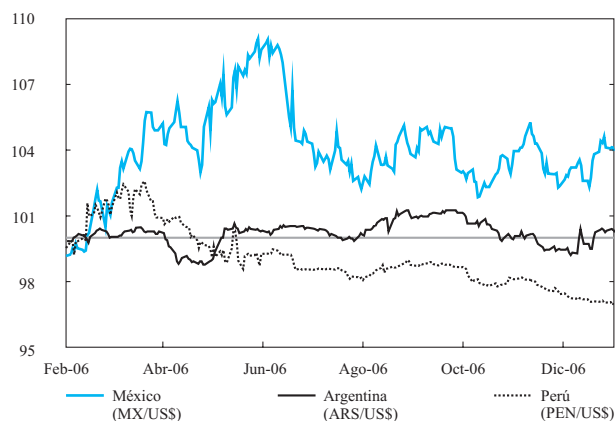


Fuente: Datastream.

TASA DE CAMBIO NOMINAL DE DIFERENTES MONEDAS LATINOAMERICANAS FRENTE AL DÓLAR (ÍNDICE 15 DE FEBRERO DE 2006 = 100)



Fuente: Datastream.



Fuente: Datastream.

aumentos salariales y la alta utilización de capacidad instalada. Con respecto a la zona del euro y Japón las presiones inflacionarias fueron moderadas, aunque igualmente persisten los riesgos hacia el futuro.

En este contexto de crecimiento mundial favorable, a finales del mes de diciembre se observó una importante caída en los precios de los bienes básicos. Algunos analistas han interpretado esta caída como transitoria, debido al aumento en los inventarios de algunos bienes básicos, como el petróleo, a raíz del invierno leve en Europa y los Estados Unidos (Gráfico 3); sin embargo, no se descarta que haya una tendencia de más largo plazo asociada con una utilización más eficiente de estas materias primas en las economías desarrolladas y un desplazamiento de la demanda hacia sustitutos más cercanos como los biocombustibles. De hecho, la demanda mundial por combustibles no creció mucho en 2006, hecho que no se presentaba en varios años. La reducción de precios también estaría vinculada con el papel que habrían desempeñado varios fondos de inversión, cuyas operaciones especulativas habría aumentado la volatilidad de estos mercados.

A pesar de la caída en los precios de los bienes básicos, las monedas latinoamericanas mostraron, en su mayoría, una relativa estabilidad (Gráfico 4). Igual sucedió con las primas de riesgo, cuyos bajos niveles indican que los inversionistas mantienen la confianza en el desempeño de las economías regionales. Un caso

GRÁFICO 5

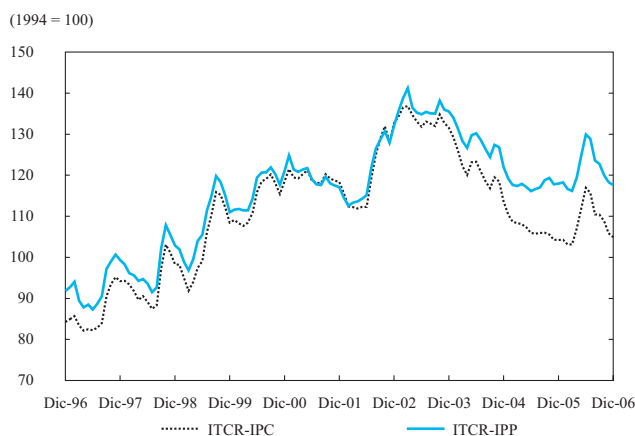
TASA REPRESENTATIVA DEL MERCADO ^{a/}



a/ Hasta el 31 de enero.
Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 6

ÍNDICE DE TASA DE CAMBIO REAL ^{a/}



a/ Calculado con el IPP.
Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 7

PRIMA DE RIESGO-PAÍS EMBI+ PAÍSES EMERGENTES



Fuente: Bloomberg.

aparte es Ecuador, economía que en las últimas semanas obtuvo una baja en la calificación de deuda externa por parte de Standard and Poor's y Fitch, pues ha presentado un incremento en su prima de riesgo cercano a 500 puntos básicos (pb), frente a los niveles observados en noviembre de 2006.

B. VARIABLES FINANCIERAS

1. Tipo de cambio

El desempeño de la tasa de cambio durante 2006 estuvo caracterizado por una alta volatilidad del mercado, que también fue evidente en el resto de economías latinoamericanas y que fue el reflejo de la incertidumbre de los inversionistas internacionales ante cambios no esperados en las tasas de interés internacionales (gráficos 5 y 6).

El año 2006 comenzó con una tendencia hacia el fortalecimiento del peso, la cual venía observándose desde 2003, y que mostraba la preferencia de los inversionistas internacionales por títulos de deuda de mercados emergentes, lo cual se manifestó en la reducción del *spread* de la deuda externa de varios países de la región (Gráfico 7). Esta tendencia se revirtió con fuerza en el segundo trimestre del año, período durante el cual aumentó el riesgo de ajustes al alza en las tasas de interés externas, generando salidas de capitales privados del país y menores entradas de portafolio. Lo anterior se tradujo en un incremento generalizado del riesgo-país en la región, con aumentos del EMBI cercanos a 70 pb para Colombia entre enero y junio. En el mes de junio el dólar alcanzó la cotización más alta del año (\$2.634) y a esa fecha la devaluación promedio anual era cercana al 4,0% (Cuadro 1).

En la medida en que se disipaban las amenazas de mayores incrementos en las tasas de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) y que eran evidentes las buenas condiciones de la economía mundial y de las economías emergentes en particular (altos términos de intercambio y demanda mundial dinámica), fue disminuyendo la percepción de riesgo en los mercados internacionales. Esto se reflejó en un aumento en la demanda de bonos emergentes y en un descenso

TASA DE CAMBIO NOMINAL Y REAL EN 2006

	Tasa de cambio nominal			Tasa de cambio real	
	Promedio	fin de	Variación porcentual anual promedio	Índice	Variación porcentual anual
2004	2.626,2	2.389,8	(14,1)	122,7	(9,7)
2005	2.320,8	2.284,2	(5,5)	118,9	(3,1)
2006	2.358,0	2.238,8	1,6	118,8	0,0
Enero-marzo	2.264,1	2.290,0	(3,8)	118,1	(0,6)
Abril-junio	2.431,5	2.633,1	3,9	125,6	6,6
Julio-septiembre	2.433,4	2.394,3	5,4	126,1	6,5
Octubre-diciembre	2.305,4	2.238,8	0,9	119,9	0,5

Fuente: Banco de la República.

generalizado de los EMBI. Lo anterior, sumado a las noticias de consolidación de los negocios de venta de empresas estatales colombianas y al creciente aumento de la inversión extranjera, movió las expectativas de los mismos agentes hacia la apreciación del peso, en especial en los dos últimos meses del año. Entre julio y diciembre el tipo de cambio descendió \$394, cerrando el año en \$2.239 por dólar.

La tasa de cambio promedio del año fue de \$2.358 por dólar, con una devaluación nominal promedio anual de 1,6%. Cabe mencionar que, en términos reales, no se presentaron variaciones en el indicador del tipo de cambio al cierre del año (Gráfico 6 y Cuadro 1).

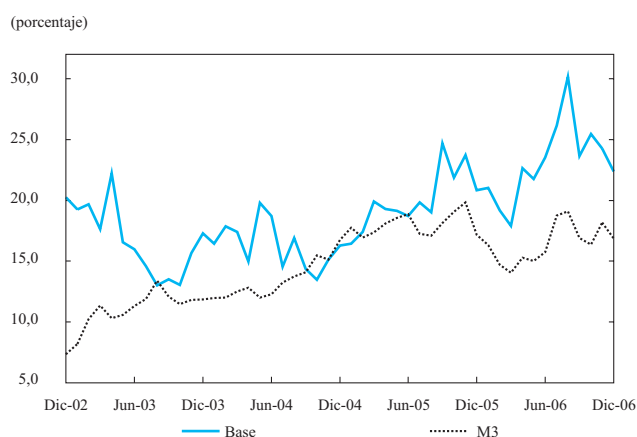
2. Agregados monetarios y crédito

En los últimos meses de 2006 los agregados monetarios mantuvieron un ritmo de crecimiento alto, aunque menor que el registrado durante el tercer trimestre. La expansión de estos agregados se aceleró notoriamente al comenzar el segundo trimestre de este año, probablemente como resultado de un aumento en la oferta de depósitos por parte de hogares y firmas, al disminuir sus posiciones en acciones y en títulos del Gobierno ante la desvalorización que sufrieron estos activos en dicho trimestre (Gráfico 8).

En 2006 la base monetaria aumentó en \$4,2 billones (b), siendo las principales fuentes de expansión las operaciones Repo con el Banco de la República (\$2,6 b) y los retiros de dinero que hizo el Gobierno (\$1,2 b). Cabe destacar que durante los últimos nueve meses de

GRÁFICO 8

AGREGADOS MONETARIOS, TASA DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL



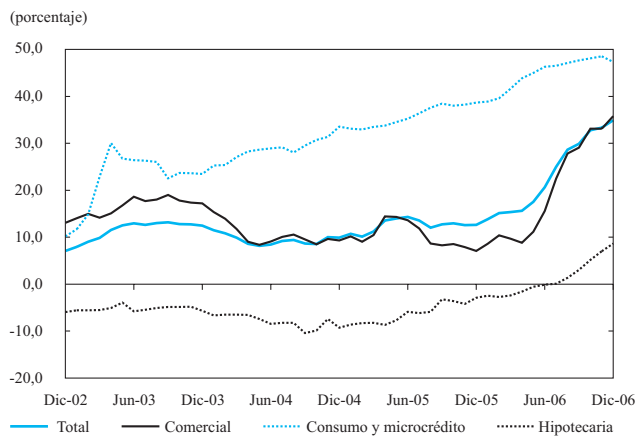
Fuente: Banco de la República.

2006 no se presentaron operaciones discrecionales de compra de divisas por parte del Emisor, aunque sí se efectuaron compras de divisas a través de las opciones *put* de control de la volatilidad por un monto de US\$190 millones (m), todas ellas durante el cuarto trimestre de 2006.

A diferencia de la moderación en el crecimiento de la base y, en menor medida, del M3, el efectivo continuó creciendo a un ritmo alto en los últimos meses de 2006, muy cercano al 30%. El dinamismo de la demanda por efectivo podría ser el resultado de varios factores, dentro de los que se pueden señalar: el aumento en el grado de incertidumbre que produjo la alta volatilidad de los activos financieros a mediados de año y la aceleración de la actividad económica, especialmente del consumo privado, en el tercero y cuarto trimestres. Igualmente, la demanda de efectivo podría haber aumentado debido al incremento en las transacciones de compraventa de vivienda de estratos altos.

GRÁFICO 9

**CARTERA BRUTA M/L:
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL**



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

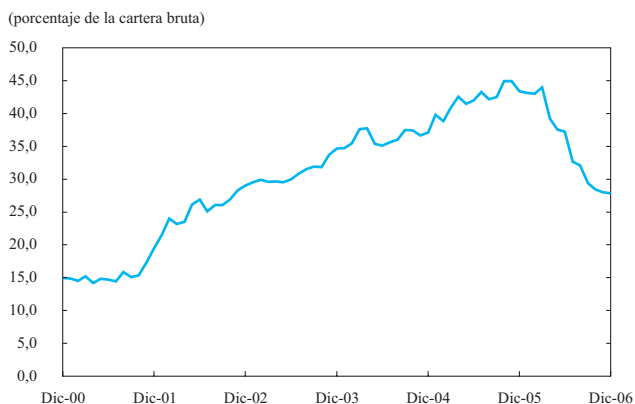
Con respecto al crédito, el crecimiento continuó siendo alto durante el tercero y cuarto trimestres y al finalizar el año fue de 35% anual en términos nominales. La expansión se mantuvo para todas las modalidades del crédito, incluyendo el hipotecario, que crecía a finales de año a una tasa mensual anualizada cercana al 20% (equivalente a un crecimiento anual de 9%) (Gráfico 9).

Como se desprende de las cifras presentadas atrás, en el cuarto trimestre el crecimiento del crédito continuó superando el de los agregados monetarios y, en particular, el de los pasivos sujetos a encaje (PSE) por un amplio margen. Parte de la brecha (16% de crecimiento para los PSE frente a un 35% para el crédito) se cubrió con la liquidación de inversiones (en especial TES) por parte de las entidades crediticias. Entre marzo y diciembre de 2006 éstas redujeron su tenencia de TES en un monto cercano a los \$4,2 b, lo que corresponde aproximadamente al 22% de la ampliación de la cartera total del sistema financiero en el mismo período (Gráfico 10).

El dinamismo del crédito en 2006 conllevó un aumento significativo en los indicadores de profundización financiera (cartera/PIB) de los créditos de consumo y comercial, cuyos niveles al finalizar el año fueron similares a los máximos observados en los últimos diez años (Gráfico 11, panel A); sin embargo, en el caso de la cartera hipotecaria los niveles de profundización financiera al finalizar el año continuaron muy bajos, por lo que mediciones más amplias, tales como la cartera

GRÁFICO 10

**TES EN PODER DE LOS ESTABLECIMIENTOS
DE CRÉDITO**



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

dirigida a los hogares (consumo + hipotecaria) y la cartera total, presenten niveles de profundización relativamente bajos en términos históricos (Gráfico 11, panel B).

El fuerte crecimiento del crédito a lo largo del año no ha implicado un deterioro en la calidad de la cartera: en particular, el porcentaje de cartera vencida para el conjunto de los créditos del sistema financiero no superó el 3% en noviembre, muy por debajo de los niveles observados a comienzos de la década actual (10%).

3. Tasas de interés

Durante el cuarto trimestre la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) aumentó en dos oportunidades las tasas de intervención del banco por un monto total de 50 pb. En total, desde que el Banco inició sus ajustes en abril las tasas han subido 150 pb, situando la tasa de subastas de expansión en 7,50% para diciembre³.

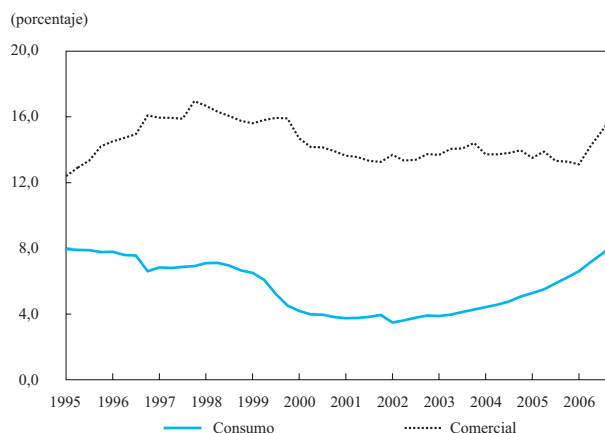
Los ajustes en las tasas del Banco se han reflejado de manera parcial y heterogénea en las tasas de mercado. La transmisión hacia las tasas de los depósitos a término fijo (CDT) sólo se ha efectuado en un 50%: en particular, la DTF (o CDT a 90 días) aumentó 74 pb entre abril y diciembre, con la mayor parte del ajuste entre el segundo y tercer trimestres. En el cuarto trimestre los incrementos fueron mucho menores, cerrando el año en 6,75% (Recuadro 1).

Cuando se tiene en cuenta la totalidad de las captaciones de CDT a diversos plazos, el aumento de tasas fue un poco mayor: en promedio de 87 pb (Gráfico 12). El mayor ajuste en las tasas de CDT lo registraron las captaciones a 360 días o más, con aumentos de 200 pb entre abril y diciembre. Al igual que con la DTF, los ajustes de tasas en los demás plazos fue más intensa en el segundo y tercer trimestres, que al finalizar el año.

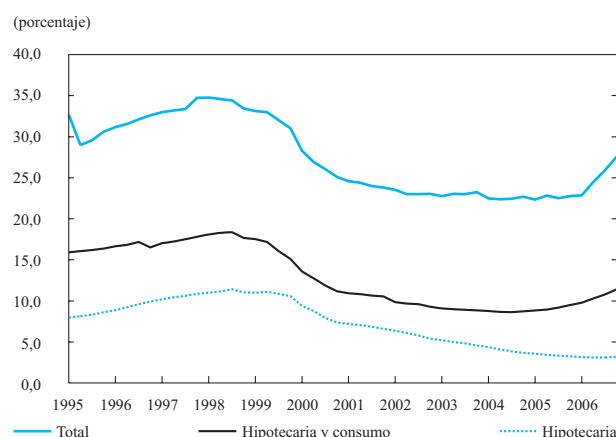
³ En su reunión de finales de enero de 2007 la JDBR decidió nuevamente aumentar las tasas de intervención en 25 pb. De esta forma, la tasa de subastas de expansión quedó en 7,75%. Para una explicación detallada de esta medida, véase la Evaluación de la situación inflacionaria y decisiones de política, al inicio de este informe.

CARTERA BRUTA/PIB

PANEL A



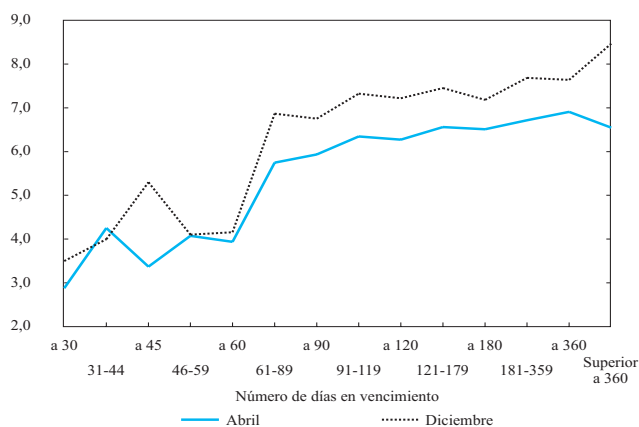
PANEL B



Nota: los datos son trimestrales.

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

CURVA DE CDT, ABRIL Y DICIEMBRE DE 2006

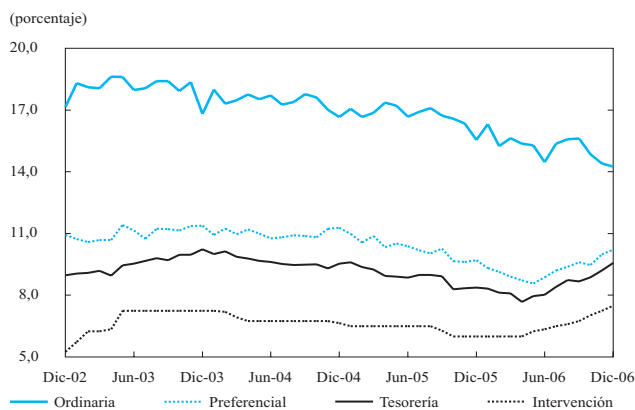


Fuente: Banco de la República.

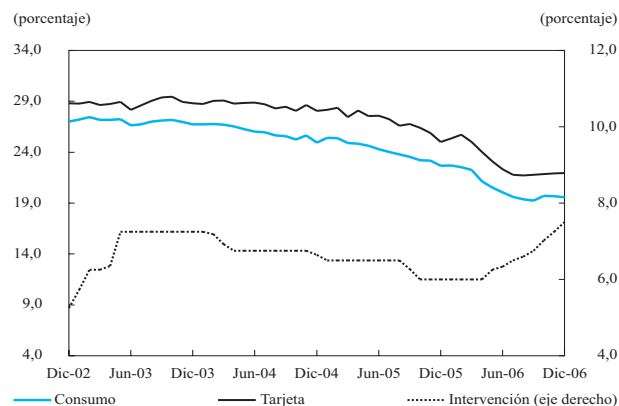
GRÁFICO 13

TASAS DE INTERÉS DE COLOCACIÓN

PANEL A



PANEL B



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Las tasas activas, por su parte, muestran movimientos mixtos, lo que puede sugerir diferentes grados de respuesta al cambio de postura del Emisor o la presencia de influencias adicionales. En el caso de las tasas de interés para los préstamos de tesorería y preferencial la transmisión pareciera haber sido importante: el aumento promedio de estas tasas entre abril y diciembre fue 189 pb y 150 pb, respectivamente, presentándose de manera continua a lo largo de todo el segundo semestre. Por el contrario, las tasas de crédito de consumo y tarjetas de crédito se redujeron de manera importante, incluso durante el cuarto trimestre (Gráfico 13).

Con los niveles alcanzados en diciembre, todas las tasas reales, tanto activas como pasivas, se mantenían bajas comparadas con los promedios históricos (Gráfico 13).

En el mercado de deuda pública las tasas de los TES presentaron ligeras caídas durante el cuarto trimestre, especialmente en los títulos de largo plazo. En general, a lo largo del año el comportamiento de los TES estuvo estrechamente vinculado con la percepción de riesgo en los mercados externos; en especial, el aumento de tasas a mediados de año obedeció a la mayor incertidumbre en torno de la política monetaria de la Fed. De igual manera, el incremento en las tasas de intervención del Emisor en abril, junto con las expectativas de mayores aumentos, produjeron un alza en las tasas de los TES, particularmente en los títulos de corto y mediano plazos.

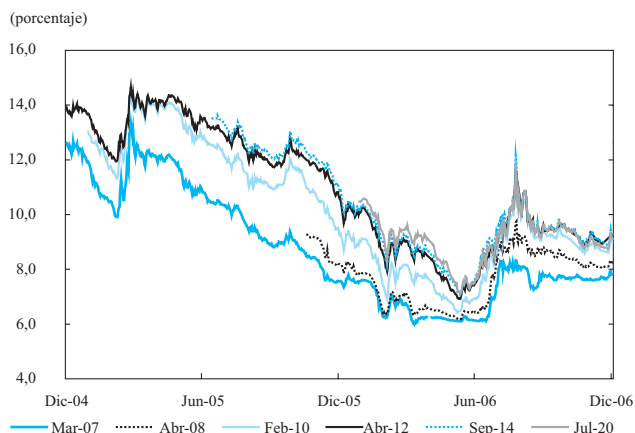
En el tercero y cuarto trimestres un panorama externo más despejado y las buenas noticias internas favorecieron descensos graduales en las tasas, especialmente en los títulos de largo plazo (Gráfico 14). Hasta diciembre la corrección había sido parcial y la curva de rendimientos mostraba una pendiente menor que la observada a comienzos del año, pero a un nivel más alto en cerca de 200 pb.

4. Mercado bursátil

En el último trimestre los precios de las acciones tendieron a recuperar los niveles observados a comienzos de

GRÁFICO 14

TASAS DE NEGOCIACIÓN DE LOS TES ^{a/}, TASA FIJA EN EL MERCADO SECUNDARIO, SEN



a/ Información a 15 de enero de 2007.
Fuente: SEN-Banco de la República.

año (Gráfico 15). Al igual que los TES, los precios de las acciones han reflejado, junto con el tipo de cambio, los movimientos en la demanda por activos locales. De esta forma, la recuperación reciente guarda relación con una mayor demanda por activos nacionales, y con una tendencia hacia la apreciación en los últimos cinco meses del año. A la recuperación también pudo haber contribuido el buen momento por el cual atraviesa la actividad económica nacional, con cifras de crecimiento que han superado las expectativas del mercado e indicios de que las ventas y ganancias de las empresas han seguido comportándose satisfactoriamente.

C. ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EMPLEO

1. El crecimiento en el tercer trimestre de 2006

La publicación de los datos de PIB para el tercer trimestre, por parte del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), reveló una aceleración de la economía mayor que la prevista por los diferentes analistas y por los pronósticos del Banco de la República. En dicho período el PIB creció a una tasa anual de 7,7%, un dinamismo que no se observaba desde finales de 1994 (Gráfico 16).

El consumo de los hogares contribuyó de forma importante al dinamismo de la economía: su tasa de crecimiento anual fue 6,5% real, un nivel que no se observaba desde mediados de los años noventa. Aunque la expansión del tercer trimestre se distribuyó de forma homogénea entre los diferentes tipos de consumo, se puede destacar la aceleración del consumo de bienes no durables. Este rubro había crecido a tasas relativamente buenas de 4,5% y 3,6% en 2004 y 2005 respectivamente, y de 4,1% en promedio, durante el primer semestre de 2006. Sin embargo, para el tercer trimestre de 2006 se aceleró fuertemente a tasas cercanas al 6,5% (Cuadro 2).

La aceleración del consumo de bienes no durables ha estado acompañada de mayores crecimientos del comercio al por menor de los segmentos de alimentos y bebidas -según la información de la Muestra Mensual de Comercio al por Menor (MMCM) del DANE- y también de una importante aceleración de las importaciones de bienes de consumo no duradero, que pasaron de crecer, en promedio, 22% anual en dólares durante el primer semestre, a más del 30% durante el segundo.

MODIFICACIONES DE LA TASA DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA EN 2006 (PORCENTAJE)

2 de may.	6,25	2 de oct.	7,00
21 de jun.	6,50	30 de oct.	7,25
22 de ago.	6,75	18 de dic.	7,50

Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 15

ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA

(base: julio 3 de 2001=100)

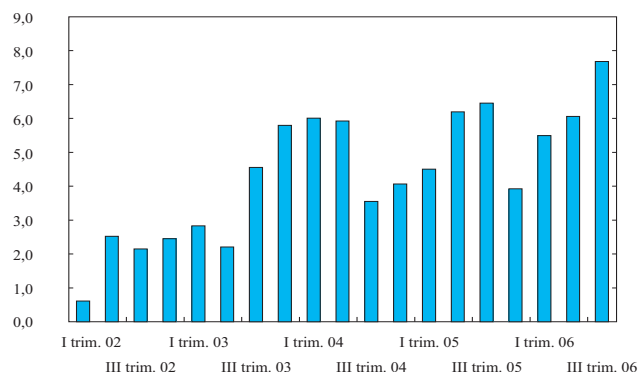


Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

GRÁFICO 16

CRECIMIENTO ANUAL REAL DEL PIB TRIMESTRAL

(porcentaje)



Nota: los datos de 2005 hasta 2006-III son preliminares.
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

La economía creció 7,7% en el tercer trimestre, superando los pronósticos de los analistas.

El resto de rubros de consumo continuaron con un alto ritmo de crecimiento: el de bienes durables cerca de 20% anual, semidurables 10,3% y el consumo de servicios alrededor de 4,0%. Dado que el consumo de los hogares es el agregado menos volátil del gasto, su mayor crecimiento permite confiar que en los próximos trimestres se mantenga el dinamismo que se ha venido observando en la economía.

La aceleración del consumo estaría explicada por la buena situación económica de los hogares, los altos niveles de confianza (como lo muestra la Encuesta al Consumidor de Fedesarrollo), el efecto de los mejores términos de intercambio, el crecimiento de las remesas del extranjero y las buenas condiciones de crédito y liquidez que persisten en la actualidad.

Además del consumo privado, en el tercer trimestre la economía siguió impulsada por el fuerte dinamismo de la inversión, tanto pública como privada, el cual creció cerca de 25% en el tercer trimestre de 2006, un poco por debajo de la tasa observada en el primer semestre del año (30,4% en promedio).

La economía siguió impulsada por la inversión pública y privada.

La formación bruta de capital fijo (FBCF), sin contar obras civiles (lo que se aproxima a la inversión privada), creció 20% en el tercer trimestre. Los datos desde abril sugieren alguna recomposición en su interior: una aceleración de la inversión en construcción y edificaciones (de 3% a 25%), y, al mismo tiempo, una desaceleración de la FBCF en maquinaria y equipos (de 30% a 20%), una tasa que, sin embargo, continúa siendo alta.

El gasto público agregado contribuyó con menos de 1 punto porcentual (pp) al crecimiento del tercer trimestre de 2006. El consumo del Gobierno sólo creció 1,2%, mientras que la inversión en obras civiles se expandió 13,3%, lo cual implica una desaceleración frente a su desempeño en 2005 y en el primer semestre de 2006 (con crecimientos anuales de 28,2% y 25,6%, respectivamente).

En resumen, la demanda interna continuó creciendo a tasas cercanas al 10% en el tercer trimestre de 2006, con una contribución creciente del consumo de los hogares y una recomposición de la inversión privada en maquinaria y equipo hacia la construcción, mientras se conserva el poco aporte del gasto público agregado.

Las exportaciones en pesos constantes mostraron una aceleración importante en el tercer trimestre de 2006 (Cuadro 2); así, según algunas estimaciones, las exportaciones no tradicionales habrían crecido cerca del 12% real en el tercer trimestre, mientras que las tradicionales lo habrían hecho en 7,2%, impulsadas por las ventas de café y carbón.

En el segundo trimestre la demanda interna creció alrededor de 10%, con una contribución creciente del consumo y de la inversión en vivienda y obras civiles.

Pese al buen dinamismo de las exportaciones, la demanda externa neta continuó en terreno negativo. Las importaciones continuaron siendo, en su mayor parte, de bienes intermedios y de capital (79,6% del total), aunque, como se deriva de lo descrito anteriormente, las importaciones de bienes de consumo mostraron una

CRECIMIENTO ANUAL Y CONTRIBUCIÓN AL PIB SEGÚN TIPOS DE GASTO

	2004	2005 (pr)	2006 (pr)		III trim. 06	
			I trim	II trim.	Crecimiento	Contribución
Consumo final	4,8	4,8	4,6	4,5	5,3	4,3
Consumo de los hogares	6,0	4,7	5,1	5,5	6,5	4,1
Bienes no durables	4,5	3,6	3,7	4,4	6,4	1,6
Bienes semidurables	9,1	5,8	4,8	7,3	10,3	0,7
Servicios	4,2	3,2	4,6	4,1	3,8	1,0
Bienes durables	21,8	19,3	18,6	17,0	22,3	1,0
Otro consumo de hogares	(29,7)	(11,0)	43,0	15,4	248,0	(0,2)
Consumo del Gobierno	1,1	4,8	2,9	1,4	1,2	0,2
Formación bruta de capital	15,6	25,7	27,6	33,2	24,9	6,0
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	15,0	18,8	16,2	22,5	20,4	4,2
FBCF sin obras civiles	22,0	16,7	15,8	20,2	22,1	3,6
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	1,1	(1,3)	4,7	3,6	3,4	0,0
Maquinaria y equipo	15,8	35,3	30,8	19,8	19,3	1,3
Equipo de transporte	18,4	20,7	30,8	16,8	32,0	0,6
Construcción y edificaciones	31,5	3,4	0,4	23,6	24,5	1,6
Otra FBCF	7,0	2,5	6,5	6,8	5,8	0,0
FBCF obras civiles	(7,9)	28,2	17,9	33,3	13,6	0,6
Variación de existencias	28,0	158,3	389,7	132,2	52,2	1,8
Demanda interna	6,6	8,5	8,9	10,3	9,7	10,3
Exportaciones totales	10,0	5,6	7,2	1,2	10,5	2,0
Importaciones totales	19,8	21,7	23,2	20,7	18,5	4,6
Producto interno bruto	4,9	5,3	5,5	6,1	7,7	7,7

(pr) preliminar.

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

importante aceleración en 2006. En lo corrido del año a noviembre las importaciones de bienes de consumo eran las más dinámicas, con un crecimiento en dólares de 34%, frente a un crecimiento de 21% y 22% para las importaciones de bienes intermedios y de capital, respectivamente.

Cuando se observa el crecimiento del PIB por el lado de la oferta, se destaca el buen dinamismo de los sectores manufacturero y comercio, que junto con la construcción de vivienda fueron los principales impulsores del crecimiento económico en el tercer trimestre (Cuadro 3).

El sector agropecuario, que venía rezagado en materia de crecimiento, mostró un excelente dinamismo en el tercer trimestre cuando registró una expansión de 5,9% real; dicho crecimiento estuvo impulsado, básicamente, por la producción de café y de animales vivos y productos animales.

En el agregado (Gráfico 17) se observa un excelente dinamismo de los sectores transables, con un crecimiento récord de 9,5%, a pesar de la revaluación real del tipo de cambio en los últimos años. Esto se explica por las buenas condiciones externas para los productos tradicionales (minería y agro-café) y para los no tradicionales (industria y servicios), y por las demandas que se generan sobre la

En el tercer trimestre, el PIB de los sectores transables tuvo un crecimiento récord (95%).

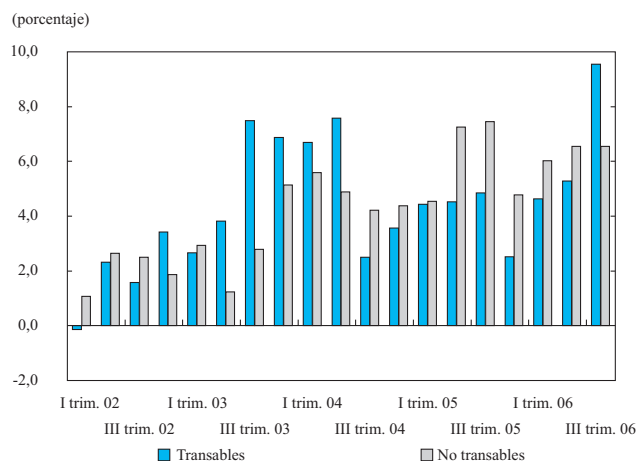
CRECIMIENTO Y CONTRIBUCIÓN AL PIB SEGÚN TIPO DE GASTO

	2004	2005 (pr)	2006 (pr)		III trim. 06	
			I trim.	II trim.	Crecimiento	Contribución
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,0	3,0	0,9	(0,3)	5,9	0,8
Explotación de minas y canteras	2,7	3,0	2,2	(3,5)	3,3	0,2
Electricidad, gas y agua	2,8	3,2	2,9	0,9	3,5	0,1
Industria manufacturera	7,2	3,9	7,6	6,5	13,3	1,9
Construcción	12,4	12,1	7,2	26,9	19,0	1,1
Edificaciones	29,4	3,6	0,6	23,2	22,6	0,8
Obras civiles	(10,0)	28,2	17,9	33,3	13,6	0,3
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	7,6	9,4	8,9	9,0	11,5	1,3
Transporte, almacenamiento y comunicación	6,2	5,1	10,1	10,2	7,5	0,6
Estab. finan., segur., inmueb. y servicios a las empresas	4,8	3,6	6,9	(6,9)	2,4	0,4
Servicios sociales, comunales y personales	1,4	4,0	2,7	1,9	1,5	0,3
Intermediación financiera medida indirectamente	10,3	8,4	14,9	(40,2)	(0,6)	(0,0)
Subtotal valor agregado	4,5	4,7	5,1	5,6	7,3	6,8
Impuestos menos subsidios	10,6	12,8	10,0	11,7	12,0	0,9
PIB	4,9	5,3	5,5	6,1	7,7	7,7

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 17

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB DE TRANSABLES Y NO TRANSABLES



Nota: los datos de 2005 hasta 2006-III son preliminares.
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

producción industrial tanto por el dinamismo del consumo como por la expansión de la inversión. Los sectores no transables se favorecieron, también, por la expansión de la demanda interna y alcanzaron un crecimiento de 6,6%. Dentro de este grupo los sectores más dinámicos fueron el comercio, la construcción privada y el transporte.

2. Empleo

Algunos indicadores señalan que el mercado laboral sigue ajustándose. La información sectorial muestra un mayor dinamismo del empleo y la encuesta de hogares del DANE señala una disminución en el número de participantes en el mercado laboral.

La información de la Gran Encuesta Integrada de Hogares (GEIH), para el período entre septiembre y noviembre de 2006, muestra una disminución importante en la tasa global de participación (TGP). Este fenómeno se presentó a nivel nacional, pero

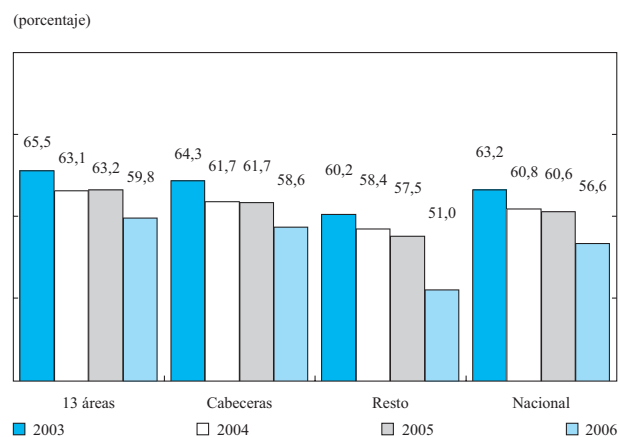
con mayor incidencia en el área rural dispersa, donde la TGP disminuyó más de 6 pp frente a la observada en 2005 (Gráfico 18). Este resultado coincide con la introducción de cambios en el proceso de recolección de información de la Encuesta de Hogares⁴.

La reducción de la TGP implica una disminución de la oferta de trabajo, que puede ocurrir como resultado de una mejoría en los ingresos de los hogares, la cual permite que los miembros secundarios del hogar se retiren del mercado laboral (ya fueran ocupados o desempleados) y se dediquen a otras actividades como el estudio, oficios domésticos o el cuidado de otros miembros del hogar.

La GEIH también muestra que para el mismo período la tasa de ocupación (TO) presentó una disminución importante a nivel general, pero se acentuó en el área rural dispersa (Gráfico 19); lo cual confirmaría que la menor participación en el mercado laboral es atribuible al retiro de personas que estaban ocupadas, implicando una disminución en dicho número. Sin embargo, otros indicadores del DANE, como la Muestra Mensual Manufacturera y la MMCM, muestran aumentos en el número de ocupados (5,6% en la industria y 5,7% en el comercio) para el mismo período (septiembre-noviembre de 2006).

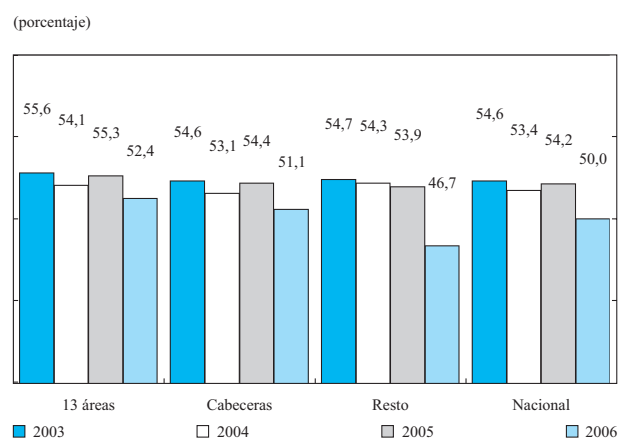
Como se señaló anteriormente, la disminución que reporta la GEIH en la TGP y la TO coincidió con modificaciones en la encuesta, por lo que no es posible discernir si las fluctuaciones observadas reflejan la actual situación del mercado laboral, o si por el contrario son atribuibles a los cambios implementados por el DANE. Si se confirma la reducción en la oferta laboral, en el segundo semestre de 2006 el mercado laboral se habría estrechado más rápido de lo esperado, dada la mayor demanda por trabajo en sectores como el comercio y la industria.

TASA GLOBAL DE PARTICIPACIÓN
PROMEDIO PARA SEPTIEMBRE,
OCTUBRE Y NOVIEMBRE



Fuente: Encuesta Nacional de Hogares-DANE.

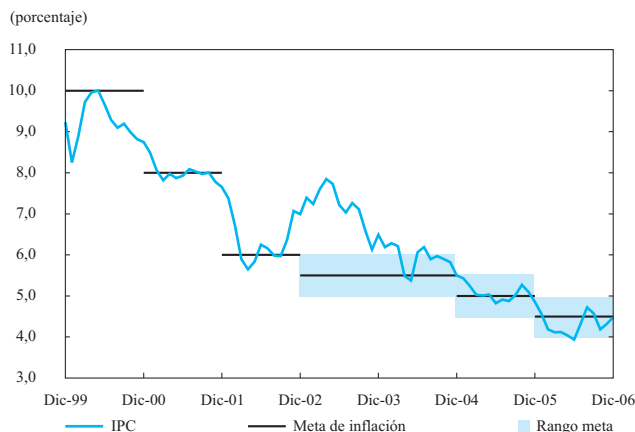
TASA DE OCUPACIÓN PROMEDIO
PARA LOS MESES DE SEPTIEMBRE,
OCTUBRE Y NOVIEMBRE



Fuente: Encuesta Nacional de Hogares-DANE.

⁴ Con el propósito de mejorar la calidad de las estadísticas del mercado laboral, el DANE, a partir del segundo semestre de 2006, decidió aumentar el tamaño de la muestra de la encuesta de hogares, al pasar de 40.500 entrevistas a 62.500, utilizando computadores en mano, en lugar de formularios en papel, para así incrementar la proporción de entrevistados directos de un 40% a un 85%.

INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

D. SITUACIÓN INFLACIONARIA A DICIEMBRE

1. Aspectos generales

En el cuarto trimestre la inflación anual al consumidor no mostró una tendencia definida: para diciembre se situó en 4,5%, ligeramente por debajo de la cifra registrada en septiembre (4,6%) y de la observada un año atrás (4,9%). De esta forma, la inflación terminó 2006 en el punto medio del rango meta, completando así tres años consecutivos de cumplimiento estricto de las metas fijadas por la JDBR (Gráfico 20).

Los resultados de diciembre estuvieron en línea con lo previsto en el informe de septiembre, pero superaron los pronósticos efectuados en los informes de comienzos de año: en general, los principales errores de pronóstico se presentaron en la inflación de alimentos, la cual tendió a subestimarse, pero para el IPC sin alimentos, en conjunto, las discrepancias fueron menores.

Los resultados de diciembre estuvieron en línea con lo previsto en el informe de septiembre, pero superaron los pronósticos efectuados en los informes de comienzos de año: en general, los principales errores de pronóstico se presentaron en la inflación de alimentos, la cual tendió a subestimarse, pero para el IPC sin alimentos, en conjunto, las discrepancias fueron menores.

Dos factores contribuyeron a reducir la inflación en el año: en primer lugar, la caída de las expectativas de inflación, producto del afianzamiento en la credibilidad de la política monetaria del Banco. El cumplimiento de las metas de inflación en los últimos tres años, y su tendencia decreciente desde 1991, han contribuido a que las expectativas converjan hacia las metas fijadas por el Banco. En segundo lugar, también fue posible gracias a un comportamiento favorable de la oferta de alimentos perecederos, lo que permitió la reducción de la inflación anual de esta subcanasta, frente a 2005.

Los dos factores anteriores compensaron las presiones alcistas que surgieron de los aumentos en los precios de los *commodities*; en efecto, varios factores externos, tales como las alzas en precios internacionales de los hidrocarburos, metales y algunos alimentos, tuvieron un importante protagonismo sobre el comportamiento de la inflación en 2006. El elevado precio del petróleo produjo efectos directos en el IPC a través de combustibles (gasolina y gas) y del transporte público; así mismo, se observaron efectos indirectos en los precios de alimentos procesados e importados por aumentos en los costos de materias primas (fertilizantes y pesticidas) y en los precios externos de varios productos agrícolas.

2. Inflación básica

La reducción de la inflación total en 2006 estuvo acompañada de una ligera caída en la inflación sin alimentos, la cual se ubicó en diciembre en 3,95% frente a 4,1% en el mismo mes de 2005 (Gráfico 21). Con estos resultados, dicho indicador completó 18 meses por debajo de las metas rango definidas por el Banco

La inflación terminó 2006 en el punto medio del rango meta.

(Recuadro 2). Con respecto al conjunto de los indicadores de inflación básica no se vio el mismo comportamiento; el promedio de los tres indicadores utilizados (núcleo 20, IPC sin alimentos e IPC sin alimentos primarios, sin servicios públicos ni combustibles) se situó en 4,5% en diciembre de 2006, 50 pb por encima del registro de 2005 (Gráfico 21).

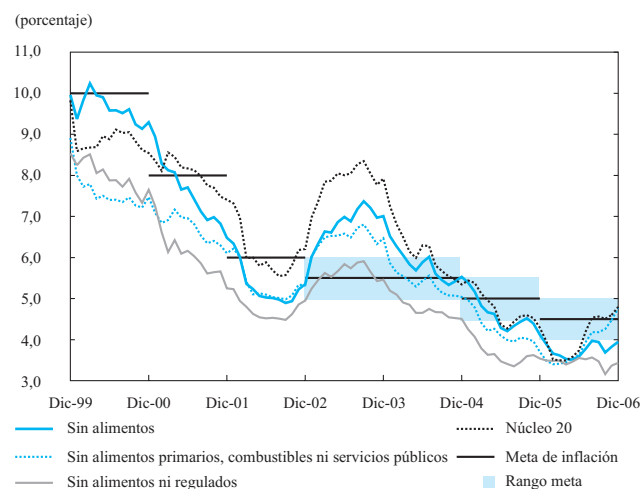
En general, los tres indicadores de inflación básica presentaron una tendencia ascendente en la segunda mitad del año, aunque esta fue menos marcada en el caso del IPC sin alimentos: de hecho, la dispersión de las mediciones aumentó sustancialmente en los últimos meses del año, lo que dificulta la lectura de los resultados y en particular la determinación de la verdadera tendencia de la inflación básica. Un cuarto indicador que se ha venido calculando recientemente (IPC sin alimentos ni regulados) muestra una mayor estabilidad a lo largo del año⁵.

3. Inflación de transables, no transables y regulados

Para el informe sobre inflación el IPC sin alimentos se descompone en tres subcanastas: transables, no transables y regulados, y de acuerdo con esta clasificación la reducción en la inflación sin alimentos fue posible gracias al comportamiento de los transables y los regulados; por el contrario, la inflación de no transables se incrementó levemente en 2006.

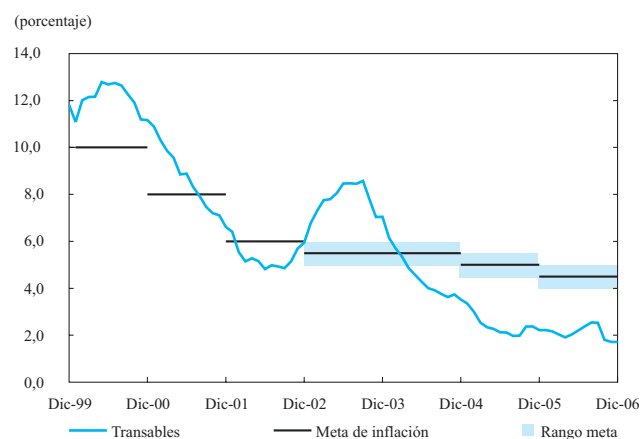
Desde febrero de 2004 la inflación de transables ha contribuido considerablemente a mantener a la inflación aliñada con las metas: en 2006 terminó en 1,7%, su menor nivel histórico y 50 pb por debajo del registro de 2005 (Gráfico 22), completando así 32 meses por debajo de los rangos meta. A pesar del menor registro para finales de 2006 frente a 2005, a lo largo del año se observaron algunos repuntes que estuvieron asociados, principalmente, con la depreciación transitoria de la tasa de cambio durante el segundo trimestre. Para finales del año estas presiones habían desaparecido en gran parte, y la inflación de transables volvió a mostrar una ligera tendencia decreciente que resultó reforzada por la disminución, de una sola vez, de las tarifas de telefonía de larga distancia.

INDICADORES DE LA INFLACIÓN BÁSICA, VARIACIÓN ANUAL



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

IPC DE TRANSABLES (SIN ALIMENTOS NI REGULADOS), VARIACIÓN ANUAL

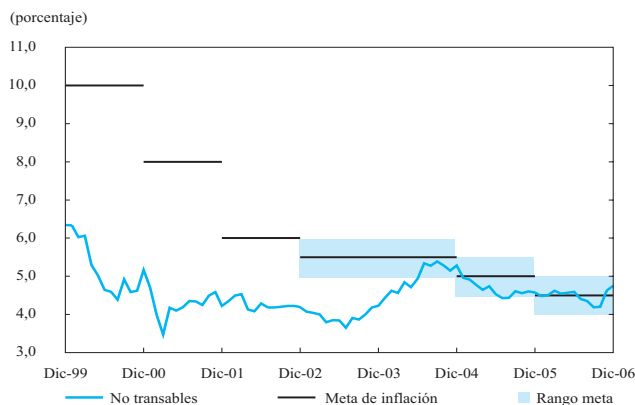


Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

⁵ En la actualidad el Banco de la República está revisando y evaluando sus indicadores tradicionales de inflación básica.

GRÁFICO 23

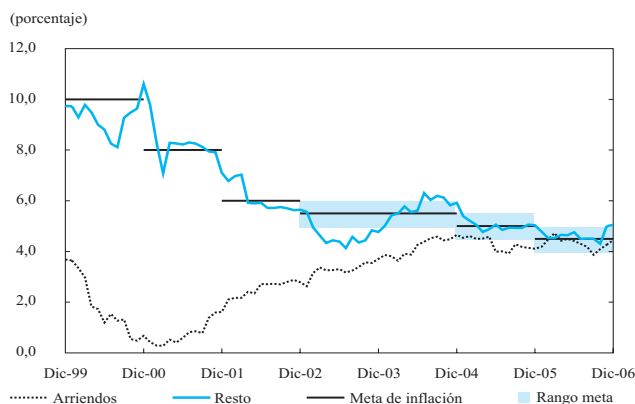
IPC DE NO TRANSABLES (SIN ALIMENTOS NI REGULADOS), VARIACIÓN ANUAL



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 24

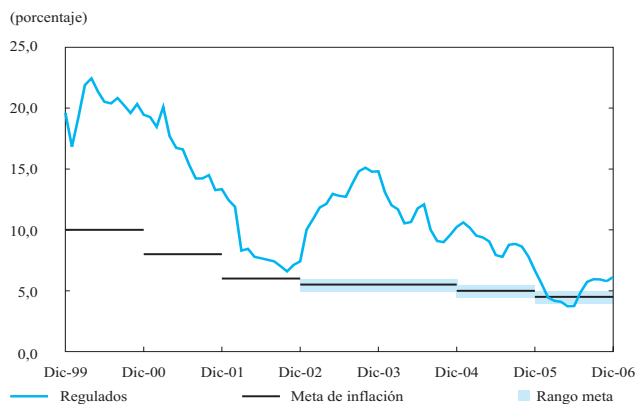
DESCOMPOSICIÓN DEL IPC DE NO TRANSABLES (SIN ALIMENTOS NI REGULADOS), VARIACIÓN ANUAL



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 25

IPC DE REGULADOS, VARIACIÓN ANUAL



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

La inflación de no transables terminó el año en 4,75%, 18 pb por encima del dato de finales de 2005 (Gráfico 23). El aumento se concentró en el cuarto trimestre, y se revirtió completamente la reducción observada en el tercero. Desde marzo de 2004 la inflación de no transables ha fluctuado alrededor de 4,5%, con lo cual ha logrado contribuir al cumplimiento de las metas; no obstante, hay que advertir que en 2006 el indicador terminó por primera vez por encima de este punto central del rango meta de inflación. Tomando en cuenta la persistencia histórica de la serie entorno de 4,5%, hacia el futuro podría ser más difícil que la inflación de no transables contribuya al cumplimiento de las metas, sobre todo si se tiene en cuenta el objetivo de hacer converger la inflación a sus niveles de largo plazo (entre 2% y 4%).

Dentro de los no transables el incremento durante el año se dio debido a arriendos, cuyo registro para diciembre fue de 4,5%, 34 pb por encima de la inflación en 2005 (Gráfico 24). El otro componente de la inflación de no transables cerró 2006 en 5,05%, nivel cercano al observado en 2005. Desde hace cerca de tres años ambos indicadores han estado fluctuando en torno de dichos valores, sin exhibir una tendencia clara.

Con respecto a la inflación anual de regulados, su nivel en diciembre de 2006 fue de 6,1%, por debajo del registro de 2005 (Gráfico 25). A lo largo del año los precios de regulados estuvieron influidos por varios choques que le imprimieron una alta volatilidad a la serie de inflación anual: en particular, en el primer semestre se observó una pronunciada caída en la inflación anual de esta canasta, debido a reducciones en las tarifas de algunos servicios públicos y a otros factores que se revirtieron, en buena parte, en la segunda mitad del año. En general, los ajustes en precios de los regulados se han mantenido por encima de las metas a lo largo de la década, y ello se explica, principalmente, por el desmonte de subsidios en servicios públicos y combustibles, y por los aumentos en el precio externo de este último. Sin embargo, desde octubre de 2003 la tendencia ha sido decreciente y la inflación anual de la canasta se ha acercado paulatinamente a las metas fijadas por el Banco.

4. Inflación de alimentos

Dentro de los principales componentes del IPC el que más contribuyó a reducir la inflación en 2006 fue la inflación de alimentos: en diciembre cerró en un nivel de 5,7%, 90 pb por debajo de su nivel en el mismo período del año anterior (Gráfico 26).

La reducción se logró gracias a la caída en la inflación de perecederos, fundamentalmente. La inflación de procesados se incrementó constantemente a partir de marzo, en gran parte afectada por el comportamiento del tipo de cambio en el segundo trimestre del año y por los incrementos en varios precios internacionales de alimentos (Gráfico 27). En particular, en 2006 los precios del azúcar, caña y productos agrícolas afines utilizados para la producción de combustibles vegetales mostraron fuertes aumentos. Finalmente, cabe anotar que la inflación de alimentos completa treinta meses por encima de las metas rango fijadas por el Banco.

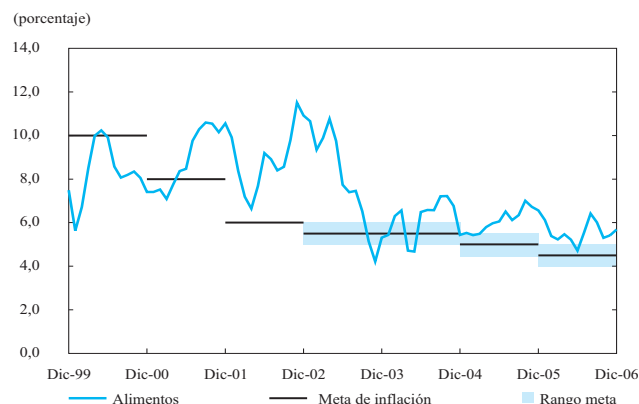
E. DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

1. Excesos de capacidad instalada y presiones de demanda

Desde 2004 el dinamismo de la demanda agregada ha permitido una notable recuperación de los indicadores de uso de la capacidad instalada. En los dos trimestres precedentes, con la aceleración del crecimiento económico, en el caso de la industria dichos indicadores señalaron tasas altas de utilización cercanas a los máximos históricos registrados a mediados de los años noventa (Gráfico 28).

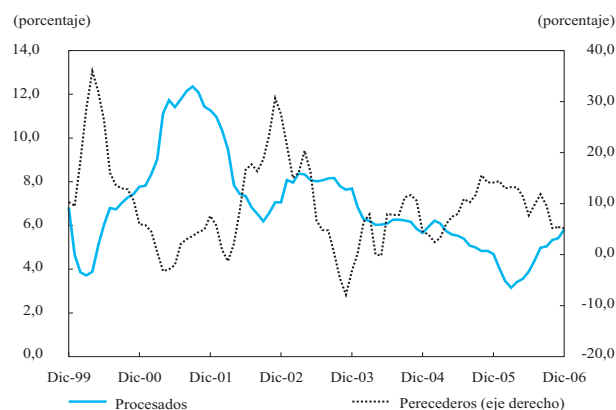
Pese a lo anterior, y a que el crecimiento del tercer trimestre sorprendió por su fortaleza, en este informe no se modificó sustancialmente la estimación de los excesos de capacidad productiva de la economía: específicamente, el conjunto de indicadores utilizados por el Banco sugieren que en 2006 la economía operó, en promedio, un poco por encima de su capacidad productiva y en un nivel ligeramente superior al que se esperaba en el informe de septiembre.

IPC DE ALIMENTOS, VARIACIÓN ANUAL



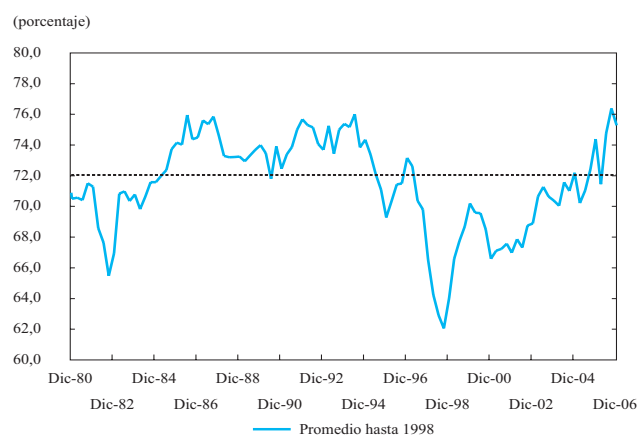
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

DESCOMPOSICIÓN DEL IPC DE ALIMENTOS, VARIACIÓN ANUAL



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

UTILIZACIÓN DE CAPACIDAD INSTALADA



Fuente: Fedesarrollo.

En los últimos años se habrían presentado importantes ganancias en productividad.

Son tres las razones que justifican esta hecho. En primer lugar, las estimaciones sobre la productividad del trabajo y sobre la productividad total de los factores indican que en los dos últimos años se han presentado ganancias importantes en este terreno, incluso, descontando el componente cíclico que caracteriza el comportamiento de esta variable. En segundo lugar, es claro que recientemente la economía ha contado con un esfuerzo de inversión importante que se traduce en tasas de inversión altas.

En tercer lugar, en 2006 el comportamiento del IPC no transable sin alimentos ni regulados estuvo acorde con la meta que estableció la JDDBR. Aunque en el último trimestre se observó un repunte inesperado de la inflación anual de esta canasta, la información disponible a diciembre todavía era insuficiente como para considerar estos movimientos como un quiebre en la tendencia debido a presiones inflacionarias de demanda; en este sentido, la relativa estabilidad de la inflación de no transables en torno de 4,5% (el punto medio del rango meta de 2006) es un indicio de que durante buena parte del año la economía estuvo operando cerca de su capacidad productiva. Ahora bien, también cabe la posibilidad de que estas presiones hayan estado latentes y que el buen comportamiento de las expectativas de inflación haya impedido que se manifestaran en 2006.

Todos los anteriores hechos apoyan la idea de que parte de la aceleración reciente del crecimiento puede ser asimilada por la economía, sin efectos indeseados sobre los precios. Así las cosas, para este informe se estimó un intervalo de confianza para la brecha del producto entre -0,7% y +2,0%, con un ligero aumento frente al rango establecido para el informe de septiembre (entre -0,8% y +1,8%). La estimación puntual de la brecha compatible con el nuevo rango es de +0,6% frente a +0,5% del informe anterior; sin embargo, hay que señalar que las mediciones anteriores corresponden a valores promedio para todo 2006. Teniendo en cuenta el fuerte crecimiento de la segunda mitad del año, dichas cifras implican brechas del producto positivas y mayores en el tercero y cuarto trimestres; es decir, es muy probable que para finales de 2006 la economía se encontrara operando en niveles mayores con respecto a su capacidad productiva, frente a lo que sugieren las cifras promedio señaladas.

2. Expectativas

Todo parece indicar que las expectativas de inflación cumplieron un papel importante en la reducción de la inflación en 2006 y, en especial, en la estabilidad de los precios de los no transables, pese al fuerte ritmo de expansión económica. A lo largo del año las diversas mediciones mostraron una tendencia decreciente que en su mayor parte se mantuvo por debajo de 4,5% (punto medio del rango meta).

En los últimos dos meses de 2006 y en enero de 2007 las expectativas parecían seguir bajo control, pese al repunte de la inflación observada. La encuesta mensual, aplicada por el Banco a operadores del sistema financiero y bursátil, mostró

Parte de la aceleración reciente del crecimiento puede ser asimilada por la economía, sin efectos indeseados sobre los precios.

que la inflación esperada para finales de 2007 es 4,2%, cifra que está dentro del rango meta fijado por la JDBR (entre 3,5% y 4,5%) (Gráfico 29).

Por otro lado, la estabilidad reciente de las expectativas puede ser una señal de que la credibilidad de la política monetaria y de las metas futuras de inflación ha aumentado, lo cual es una buena noticia para la inflación en Colombia por cuanto disminuye los esfuerzos que debe hacer la autoridad monetaria para cumplir su tarea; no obstante, todavía la formación de expectativas parece depender de manera importante de la inflación pasada, por lo que aumentos de ella, así sean transitorios, pueden tener efectos permanentes redundando en mayores expectativas. En este sentido, si la inflación se mantiene por encima de 4,5% en el primer semestre del año, como lo indican los pronósticos, las expectativas podrían aumentar y contribuir en menor medida a la reducción de la inflación hacia la meta.

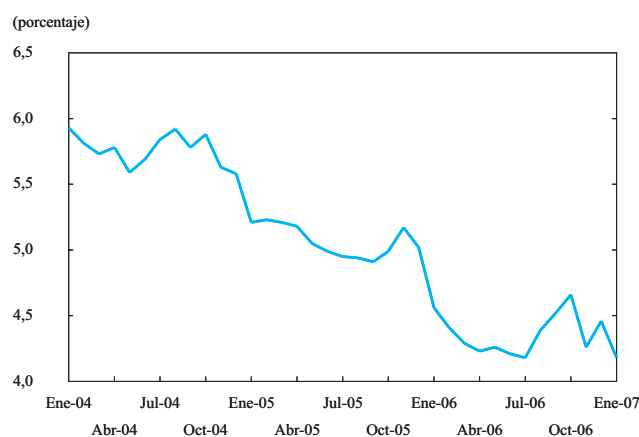
3. Presiones de costos y salarios

En 2006 las principales presiones sobre la inflación tuvieron su origen en los aumentos de costos de las materias primas, en particular, debido a los aumentos de los precios internos y externos de los combustibles. Sus efectos se hicieron sentir, principalmente, en los precios al productor de varios productos agrícolas y agroindustriales (cereales, azúcar, aceites y grasas), en insumos del agro (fertilizantes e insecticidas) y en servicios de transporte, en entre otros. También se presentaron presiones sobre los precios al productor de la industria y la construcción por cuenta de los aumentos en precios externos de los metales y de los precios internos del cemento.

Aunque las alzas en los precios de las materias primas se sintieron sobre todo en los primeros trimestres del año, algunas de ellas se mantuvieron en el cuarto trimestre, especialmente las provenientes de algunos productos agropecuarios como el café y el maíz; además, se presentaron alzas en otros rubros como madera y sus subproductos, por razones que aún no son muy claras y que ameritan un seguimiento.

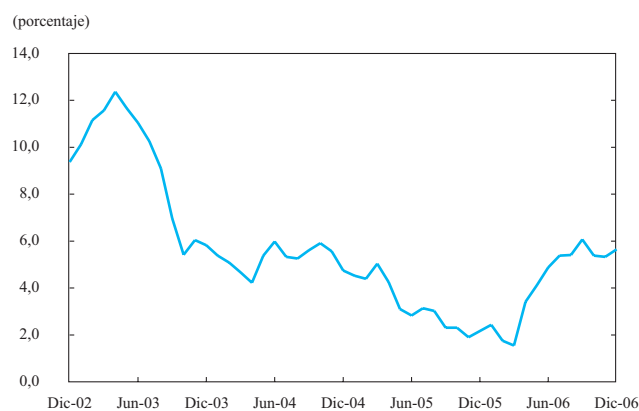
El aumento en los precios de materias primas se sintió, principalmente, en el índice de precios del consumidor (IPP). En marzo parte del aumento de tal inflación anual, de 2% a más de 5%, obedeció a estas presiones (Gráfico 30), a las cuales se sumó el efecto de la depreciación transitoria del tipo de cambio. Durante el

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DICIEMBRE DE CADA AÑO, BANCOS Y COMISIONISTAS DE BOLSA



Fuente: Banco de la República.

INFLACIÓN ANUAL AL PRODUCTOR



Fuente: Banco de la República.

Las mejoras en la productividad habrían compensado los aumentos salariales.

cuarto trimestre la inflación al productor se mantuvo estable alrededor de 5,3%, con un ligero incremento a finales de año, resultado del repunte ya señalado en los precios internos del café, maderas y algunos combustibles.

La transmisión de los aumentos de los precios de materias primas al IPC fue menos intensa, y se dio básicamente a través de los precios del transporte público y de los alimentos procesados. Dichos efectos se han mantenido a lo largo del segundo semestre, incluidos los últimos meses del año, y se han filtrado parcialmente a los indicadores de inflación básica (en particular al núcleo 20 y al IPC sin alimentos primarios, servicios públicos ni combustibles). En general, el crecimiento de la productividad puede haber reducido el efecto de estas presiones de costos tanto en el IPP como en el IPC.

Con respecto a los salarios, su comportamiento durante 2006 fue mixto: en sectores como la construcción el ritmo de ajustes se habría moderado, frente a lo que se observó en años anteriores. Para buena parte del año, según lo reporta el DANE, el aumento de los costos salariales nominales en este sector habría sido inferior al 6%. En el caso de la industria los ajustes nominales habrían sido mayores (cerca del 9%), pero con una tendencia decreciente hacia finales del año; en cambio, en el comercio el ritmo de ajuste tendió a acelerarse a lo largo del año y para octubre era de 10%, aproximadamente.

No obstante los importantes aumentos de salarios en varios sectores, no es claro que en 2006 se hayan presentado presiones inflacionarias por costos laborales, debido a las mejoras en productividad mencionadas; de esta manera, el costo laboral unitario en la industria y el comercio habría tenido ajustes nominales pequeños, y compatibles con la meta de inflación para 2006. Estos resultados, que se observaron a lo largo de todo el año, se sostienen con las cifras disponibles para el cuarto trimestre (Recuadro 3).

4. Tipo de cambio

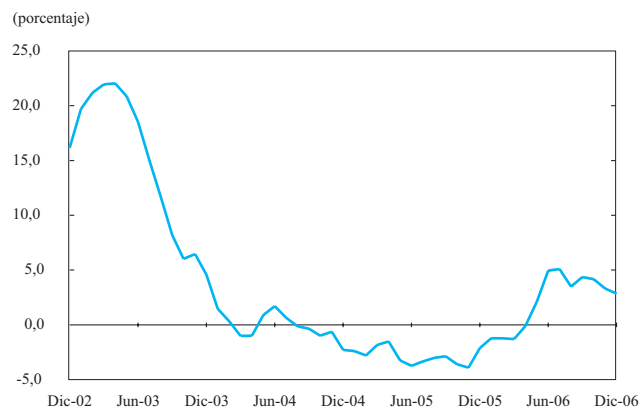
La tendencia a la apreciación del peso en los últimos tres años, y la caída en las expectativas de inflación, han sido los factores que más han contribuido a reducir la inflación en Colombia. Gracias al comportamiento del tipo de cambio, desde 2004 la canasta de transables en el IPC (sin alimentos ni regulados) ha presentado ajustes muy por debajo de las metas, incluso en medio de algunos fenómenos esporádicos de alta volatilidad cambiaria.

La inflación de transables sin alimentos ni regulados se mantuvo por debajo de la meta gracias al comportamiento del tipo de cambio.

En 2006 los movimientos del tipo de cambio se reflejaron en la inflación (IPC e IPP) en magnitudes y rezagos no muy diferentes de los sugeridos por los modelos, lo cual fue especialmente válido en el caso de la depreciación transitoria del segundo trimestre del año. En el caso de los precios al productor, como era de esperarse, la reacción fue rápida y se dio a través del IPP de importados (Gráfico 31). Para el IPC, el efecto de la depreciación en precios se sintió con un trimestre de rezago a través del IPC de transables y fue muy leve, en parte, por haber sido un episodio de corta duración.

Hacia finales de año el ritmo de ajuste de estos precios había disminuido según lo esperado y en congruencia con la apreciación que se observó a partir de julio; no obstante, la caída del tipo de cambio aún no se había traducido en reducciones propiamente dichas en el IPP o en el IPC, lo que pone de presente la asimetría que existe en la transmisión de los movimientos del tipo de cambio a los precios. Con respecto a esto último, la evidencia para Colombia sugiere que los precios vinculados con el tipo de cambio tienden a ser mucho más flexibles al alza que a la baja y que, aún en períodos de apreciación, estos pueden a aumentar, aunque mucho más lentamente. Lo último es especialmente cierto en el caso de los precios al consumidor, ya que los precios al productor sí han presentado reducciones en el pasado (por ejemplo, durante 2005 la inflación del IPP estuvo en terreno negativo).

INFLACIÓN ANUAL DEL IPP DE IMPORTADOS



Fuente: Banco de la República.

II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

La economía colombiana comienza el año con un crecimiento sólido. Las previsiones favorables sobre el contexto externo, la amplia disponibilidad de crédito y la alta confianza de consumidores e inversionistas permiten confiar en un crecimiento en 2007 similar al observado en los dos años anteriores.

Los términos de intercambio y el crecimiento de los principales socios comerciales se mantendrían relativamente altos, estimulando las exportaciones. No se esperan caídas abruptas del precio del petróleo en 2007.

No habría quiebres importantes en los flujos de capital, teniendo como base una inversión extranjera directa como fuente importante de recursos. En ese contexto, el tipo de cambio permanecerá estable.

Durante el primer semestre la inflación se situaría por encima de la meta debido al comportamiento de los precios de los alimentos y de los regulados. Estos efectos tendrían un carácter transitorio y al final del año la inflación total se situaría dentro del rango meta para el año (entre 3,5% y 4,5%).

Debido al alto crecimiento aumentarían las presiones sobre la capacidad productiva y los riesgos de inflación. Para 2007 la inflación de no transables no contribuiría al cumplimiento de la metas como en años anteriores.

A. CONTEXTO EXTERNO

Las perspectivas para la economía mundial en 2007 no han cambiado mucho desde el informe de septiembre: aún se confía en una sólida expansión económica global, a pesar de la moderación en el crecimiento de los Estados Unidos. En esta oportunidad, más que en años anteriores, buena parte del liderazgo correría por cuenta de las economías emergentes, con una menor participación de la zona del euro y Japón.

Salvo algunos ajustes marginales, los pronósticos de crecimiento para las economías desarrolladas no se modificaron en este informe frente a lo contemplado hace tres meses. En los Estados Unidos todavía se espera un crecimiento menor

en 2007 que el observado un año atrás (2,5%) (Cuadro 4). La importante acumulación de inventarios en sectores como vivienda, vehículos y maquinaria, además del estancamiento en los precios de la vivienda y su impacto sobre el consumo de los hogares, implicará una moderación en el ritmo de crecimiento, por lo menos hasta mediados de 2007.

Para las economías de la zona del euro y Japón el crecimiento en 2007 fluctuará alrededor de 2,2% y 2,0%, respectivamente. Las excelentes condiciones financieras, el buen comportamiento de la inversión y las mejoras en el mercado laboral son factores que deberían apoyar el crecimiento de la demanda en ambas regiones; sin embargo, el crecimiento en la zona del euro no es homogéneo, y el bajo dinamismo de países como Francia e Italia podrían anular el gran dinamismo que se empieza a observar en Alemania. De otro lado, la decisión del gobierno japonés de adelantar una política fiscal más restrictiva podría afectar adversamente el desempeño del consumo.

Para los Estados Unidos en este informe se sigue considerando como escenario más probable que las presiones inflacionarias presentes en 2006 cedan lentamente en el transcurso de 2007: la moderación en el crecimiento de la economía estadounidense se ve como parte de este proceso. Así, a fin de año se espera que la inflación

Para 2007 se espera que las presiones inflacionarias en los Estados Unidos cedan, en línea con una moderación del crecimiento...

CUADRO 4

PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO PARA LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES (PORCENTAJE)

	Observado 2005	Pronósticos para			
		2006, a:		2007, a:	
		Oct-06	Ene-07	Oct-06	Ene-07
Principales socios					
Estados Unidos	3,2	3,5	3,3	2,6	2,5
Ecuador	3,9	3,6	4,5	3,4	3,9
Venezuela	9,4	8,7	9,8	6,2	6,9
Otros socios					
Zona del euro	1,4	2,2	2,6	2,1	2,2
Japón	2,7	2,8	2,4	2,2	2,0
China	9,3	10,4	10,5	9,1	9,5
Perú	6,1	6,3	7,2	5,3	5,9
México	3,1	4,5	4,7	3,4	3,9
Chile	5,9	5,0	4,3	5,3	5,2
Argentina	8,9	7,8	8,4	5,9	7,2
Brasil	2,5	3,2	2,8	3,5	3,4
Bolivia	3,7	3,4	4,1	3,1	3,8
Países desarrollados	3,1	3,2	3,2	2,5	2,3
Países en desarrollo	6,3	6,2	7,1	5,0	5,4
Total socios comerciales ^{a/}	5,1	4,7	4,9	3,4	4,1

^{a/} cálculo de la balanza de pagos según las exportaciones no tradicionales.
Fuente: Datastream-Consensus.

... en ese entorno la Fed mantendría inalteradas sus tasas de interés.

básica al consumidor se ubique en 2,3%, y que la inflación medida a partir del deflactor del consumo —la inflación básica del PCE (*personal consumption expenditures*)— se sitúe en 2%⁶. En ese entorno, lo más probable es que hasta finales de 2007 la autoridad monetaria mantenga inalteradas sus tasas de interés en 5,25%. La probabilidad de que las tasas disminuyan en la segunda mitad del año es ahora menor que en el informe anterior, dadas las sorpresas positivas en materia de crecimiento durante el cuarto trimestre de 2006. Cualquier cambio en la postura de la Fed dependerá del comportamiento futuro de la inflación y del crecimiento económico.

Con respecto a la zona del euro y Japón la inflación se mantendría baja, lo cual hará posible que las autoridades monetarias de esos países continúen con la estrategia de aumentos graduales en sus tasas de interés (50 pb y 75 pb adicionales respectivamente en el año).

El buen dinamismo de las economías emergentes observado durante 2006 ha permitido un aumento en las proyecciones de crecimiento para este año: para China e India se estima un crecimiento de 9,5% y 7,7%, respectivamente, mayores que los esperados hace tres meses.

En el caso de las economías latinoamericanas también se han presentado aumentos en los pronósticos, aunque estos siguen sugiriendo una menor expansión que la registrada en 2006: en particular, para Venezuela y Ecuador se proyectan crecimientos de 6,9% y 3,9%, en su orden, aunque no se descartan algunos riesgos como los relacionados con los anuncios de cambios estructurales a la propiedad de grandes empresas y las intenciones de reformas constitucionales, todo lo cual podría aumentar la incertidumbre en inversionistas y consumidores. También existen los riesgos usuales relacionados con la evolución del precio del petróleo, en el caso de que éste llegara a caer más de lo previsto y de manera permanente.

Dado lo anterior, la estimación de crecimiento para los socios comerciales de Colombia sigue siendo relativamente favorable: el estimativo en este informe es de 4,1%, mayor que el previsto en el informe de septiembre (3,4%), aunque menor que el estimado para 2006 (4,9%).

El contexto anterior supone que la caída en los precios del petróleo observada a finales de 2006 y comienzos de 2007 será, en su mayor parte, transitoria, ya que se espera que los riesgos geopolíticos y las restricciones a la oferta acordadas por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP)⁷ mantengan los

La caída en los precios del petróleo observada a finales del año sería en su mayor parte transitoria.

⁶ El PCE básico es un indicador cuidadosamente monitoreado por la Fed, y podría ser la referencia más importante en el momento de evaluar el cumplimiento de su meta implícita de inflación (entre 1% y 2%).

⁷ Durante 2007 la efectividad de la OPEP en el control de precios continuaría siendo importante, ya que deben ingresar a esta organización algunos países productores de gran calado, como Angola, que será miembro de aquella desde enero de este año, y Sudan, que ha anunciado su deseo de ingresar (*The Economist Intelligence Unit*).

precios relativamente altos, aunque no en los niveles máximos observados a mediados de 2006. De esta forma, para 2007 se proyecta un precio de US\$57 por barril en el caso de la West Texas Intermediate (WTI), por encima del nivel observado en las primeras semanas de enero, pero menor que el estimado hace tres meses (US\$62); aún así, no se descarta que aumentos en la oferta de países no pertenecientes a la OPEP y una mayor sustitución y eficiencia en el consumo de este insumo pueda generar algunas presiones a la baja.

Se proyecta un precio promedio del petróleo de US\$57 por barril para 2007.

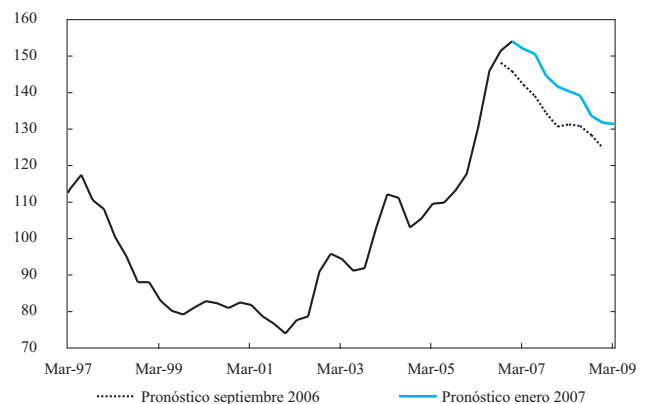
En el caso de los demás bienes básicos se espera que sus precios se mantengan en niveles relativamente favorables, a pesar de la moderación esperada en la demanda mundial. Según *The Economist Intelligence Unit* (EIU), los precios de los *commodities* sin energía presentarían un crecimiento de 1,2% en 2007, previéndose una caída durante 2008 (de 8,2%) (Gráfico 32). Para estos analistas, la permanencia de algunos choques de oferta, especialmente para los metales, podrían mantener los precios en niveles altos, especialmente durante mediados de 2007.

De los anteriores pronósticos se desprende que en 2007 los precios para algunos de los principales bienes de exportación colombiana tenderían a ser menores que en 2006 y estarían un poco por debajo de lo contemplado en el informe de septiembre, lo que sería especialmente válido en el caso del petróleo; contrario a lo que sucedería para café y oro, en donde las perspectivas han mejorado (Cuadro 5). En este contexto, el sector externo seguirá favoreciendo la dinámica de la economía colombiana, tal como se ha observado en los últimos años.

El escenario central para el contexto externo descrito anteriormente presenta algunos riesgos que vale la pena resaltar, y que guardan relación con las recientes noticias positivas sobre el crecimiento de la economía

GRÁFICO 32

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



Fuente: *The Economist Intelligence Unit*.

CUADRO 5

PRECIOS INTERNACIONALES

	Promedio			Proyección actual ^{a/}	
	2004	2005	2006	2007	2008
Café (<i>ex dock</i>) (dólares por libra)	0,8	1,2	1,2	1,2	1,2
Petróleo (dólares por barril)	37,3	49,8	56,3	48,9	51,9
Carbón (dólares por tonelada)	36,1	47,8	47,8	46,1	42,1
Ferróniquel (dólares por libra)	2,3	2,4	3,1	2,6	2,1
Oro (dólares por onza <i>troy</i>)	409,3	445,0	610,2	670,3	705,3

^{a/} Balanza de pagos estimada en enero de 2007.
Fuente: Banco de la República.

*La incertidumbre en
torno del rumbo de la
economía de los Estados
Unidos en 2007 sigue
siendo alta.*

estadounidense. Aunque estas señales podrían obedecer a choques transitorios, asociados con el leve invierno en los Estados Unidos, no se puede descartar que sean síntomas de una mayor fortaleza permanente en la economía de ese país, lo que hacia futuro podría implicar mayores presiones sobre la inflación y un mayor ajuste en las tasas de interés por parte de su autoridad monetaria. Este escenario, que ha empezado a ganar peso entre los analistas del mercado, tendría repercusiones sobre las economías emergentes, y en particular para Colombia, difíciles de discernir: por un lado mayores tasas de interés externas, por otro mercados exportadores más dinámicos a corto plazo, con precios de los *commodities* quizá más altos, pero con un riesgo de menor crecimiento y menores precios en un horizonte más largo.

Finalmente y en un sentido opuesto, hay quienes argumentan que los actuales datos favorables en los Estados Unidos no son más que el efecto transitorio de la caída en los precios del petróleo y del invierno benigno, y que, por el contrario, la economía se encamina hacia una desaceleración más pronunciada que la estimada por el consenso del mercado: en este caso, la Fed deberá bajar sus tasas de interés más pronto que lo previsto en nuestro escenario base. Si bien este riesgo ha venido perdiendo fuerza últimamente, no se debe descartar completamente, por lo menos hasta que se compruebe la fortaleza en los indicadores económicos.

*Se espera una
moderación en el ritmo
de crecimiento de las
exportaciones
colombianas para
2007...*

En general, puede decirse que la incertidumbre en torno del rumbo que tomará la economía estadounidense en los primeros meses de 2007 todavía es muy alta, y que por ello es difícil pronosticar la actuación de las autoridades monetarias de ese país a lo largo del año, lo cual hace necesario seguir de cerca el comportamiento de la inflación y del crecimiento en dicha economía, las dos variables más importantes en la toma de decisiones de la Fed.

En este contexto, es probable esperar alguna desaceleración en el ritmo de crecimiento de las exportaciones tradicionales y las no tradicionales frente a 2006, por efecto tanto de los menores precios internacionales especialmente del petróleo, como por el menor ritmo de crecimiento esperado para nuestros principales socios comerciales; de otro lado, el buen dinamismo de la economía colombiana continuaría jalonando el crecimiento de las importaciones. Estos dos factores contribuirán a la ampliación del déficit en cuenta corriente en el presente año.

Adicionalmente, el crecimiento de la economía, sumado a los planes de expansión de algunas empresas, llevados a cabo desde el año anterior, y a las noticias de fusiones y venta de firmas colombianas, permite esperar que los flujos de capital de inversión extranjera directa (IED) conserven su dinamismo en 2007, aunque no alcancen las magnitudes de los años precedentes. De igual forma, no se esperan quiebres importantes en las tendencias de otros flujos de capital privado hacia Colombia, distintos a IED, a menos que se produzcan cambios abruptos en las tasas de interés de los Estados Unidos, o choques externos de otra índole.

*... y no se esperan
cambios en los flujos de
capital privados hacia
el país.*

En el horizonte más amplio (2008 y años siguientes) es posible esperar una reversión en la tendencia a la apreciación, en especial si se presenta una caída en los precios de productos básicos o si aumenta la incertidumbre con respecto a los movimientos en las tasas de interés de la Fed.

B. CONTEXTO INTERNO

1. Pronóstico de corto plazo del PIB

Con el dato del PIB del tercer trimestre se aumentaron los pronósticos de crecimiento del año; de esta forma, las proyecciones que se ubicaban 4,0% a principios de 2005, y entre 4,0% y 4,5% en enero de 2006, hoy están entre 6,0% y 7,0%, esto sin contar con el dato del cuarto trimestre (Gráfico 33).

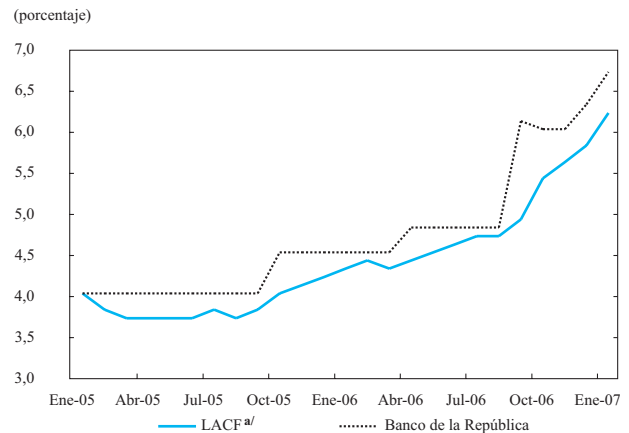
A finales de 2006, y en lo que va de 2007 la fortaleza de la demanda interna habría continuado consolidándose como la principal fuente de crecimiento para la economía colombiana: la dinámica del consumo de los hogares, impulsada por el aumento en el ingreso de los hogares, las amplias condiciones de crédito y liquidez, y por el ambiente de confianza que reina en la economía, podría haber contribuido a acelerar aún más el crecimiento del PIB en el cuarto trimestre. Puesto que no habría ocurrido ningún choque de oferta negativo relevante, el PIB pudo haber crecido por encima de 8,0% en términos reales en dicho período.

Dado lo anterior, el rango de crecimiento para la economía en 2006 estaría entre 6,5% y 7,1% (frente a un rango entre 5,5% y 6,5% según el informe anterior). En el Cuadro 6 se presentan los pronósticos por el lado de la demanda para el punto medio de dicho intervalo.

Estos pronósticos suponen que hacia finales de 2006 se habría presentado un gran dinamismo en todos los rubros del consumo de los hogares. Esta percepción la confirman la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) y el DANE con la información de importaciones de esta clase de bienes, el fuerte crecimiento del crédito de consumo, los reportes del gremio del comercio (Fenalco) sobre las ventas récord en diciembre, la información del DANE sobre el comercio al por menor y la confianza de los consumidores que sigue en sus máximos históricos, según la encuesta de Fedesarrollo.

La dinámica del consumo de los hogares en los últimos tres años despeja cualquier duda que se tenga sobre la posición de la economía en el ciclo: según estimaciones del Banco de la República, el consumo per cápita real a

CAMBIO DEL PRONÓSTICO DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB REAL PARA 2006 ENTRE ENE-05 Y ENE-07



Fuente: a/ Latin American Consensus Forecast y Banco de la República.

El crecimiento para 2006 estaría entre 6,5% y 7,1%.

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

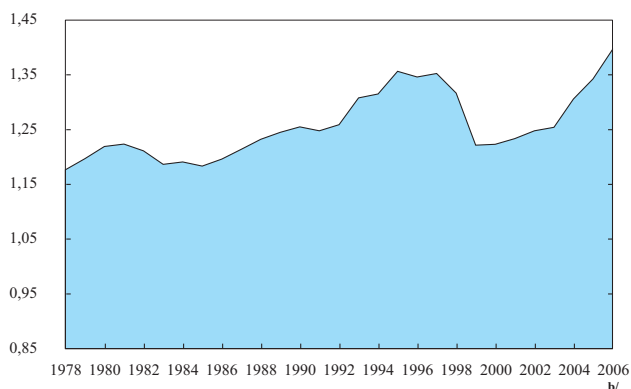
	2004	2005 ^{a/}	2006 ^{b/}
Consumo final	4,8	4,8	4,9
Hogares	6,0	4,7	5,9
Gobierno	1,1	4,8	1,7
Formación bruta de capital	15,6	25,7	28,6
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	15,0	18,8	20,0
FBCF sin obras civiles	22,0	16,7	20,9
Obras civiles	(7,9)	28,2	16,4
Demanda interna	6,6	8,5	9,9
Exportaciones totales	10,0	5,6	8,0
Importaciones totales	19,8	21,7	21,1
PIB	4,9	5,3	6,8

a/ Preliminar.
b/ Proyección.
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 34

CONSUMO PER CÁPITA DE LOS HOGARES ^{A/}

(millones de pesos de 1994)



a/ Estimaciones de población intercensal del Banco de la República, con información del DANE.
b/ Proyectado.
Fuente: DANE, DNP y Banco de la República.

mediados de 2005 habría superado los niveles máximos alcanzados en la primera mitad de la década de los noventa (Gráfico 34).

En el cuarto trimestre no se espera un repunte importante del consumo público, el cual ha mostrado un crecimiento relativamente bajo a lo largo de 2006. El resultado para este agregado sugiere que el crecimiento del consumo del Gobierno central y de los gobiernos locales habría sido compensado por una fuerte caída en el consumo de la seguridad social.

En el cuarto trimestre el incremento de la inversión total podría estar alrededor del 30% jalónada, más que en trimestres anteriores, por el crecimiento de la construcción de vivienda. Al final de 2006 la

inversión en obras civiles habría continuado con una expansión similar a la de los trimestres anteriores, con lo cual podría alcanzar una tasa de crecimiento anual cercana al 16%

Con estos resultados se completarían cinco años con crecimientos de la inversión total muy por encima del crecimiento del PIB (19,4% en promedio, frente a 4,6% del PIB), lo cual habría logrado consolidar un nivel nunca registrado de inversión como porcentaje del PIB de 26% (Gráfico 35).

Se prevé que el cuarto trimestre será positivo en materia de exportaciones: según los pronósticos, las exportaciones tradicionales a precios constantes podrían crecer cerca del 14%, impulsadas por las ventas de café y carbón, y en contravía de la reducción real de las exportaciones de petróleo y derivados; por su parte, las exportaciones no tradicionales continuarán impulsando el crecimiento económico, con una expansión real de 12%.

Pese a lo anterior, la demanda externa neta continuará en terreno negativo debido al gran dinamismo de las importaciones de bienes de consumo y de capital. Para el agregado de las importaciones se espera un crecimiento por encima del 20% real en el cuarto trimestre de 2006.

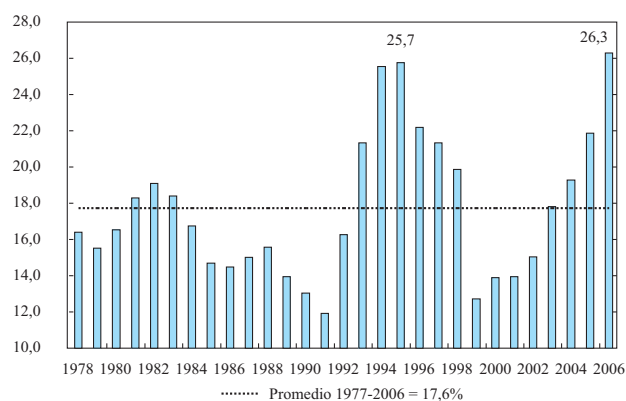
Cuando se observa el PIB por el lado de la oferta, el crecimiento del cuarto trimestre seguirá impulsado por la buena situación de la producción industrial, la cual crece, según la información de la Muestra Mensual Manufacturera del DANE, a tasas superiores al 17% en el bimestre octubre-noviembre (Gráfico 36).

La publicación más reciente del boletín de la industria mostró que en noviembre sólo siete sectores de los 47 monitoreados tuvieron caídas en la producción real. Cuando se evalúa el comportamiento del año corrido (a noviembre), sólo dos actividades mostraron una contracción real: actividades de impresión y de refinación de petróleo (Cuadro 7).

Se espera que el sector agropecuario vuelva a crecer por encima del 4,0% real en el cuarto trimestre, debido, principalmente, a una baja base de comparación de la cosecha cafetera en dicho período en 2006, frente a 2005. En general, los sectores transables podrían crecer a un ritmo parecido al tercer trimestre, cuando se expandieron cerca del 9,5%.

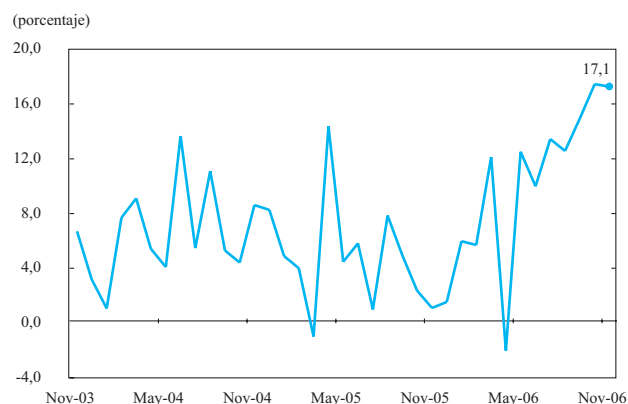
Los sectores no transables serían los que explicarían una posible aceleración en el cuarto trimestre: dicho agregado podría crecer, incluso, por encima del 7,5% y estaría liderado por los sectores de comercio y construcción de vivienda. Lo anterior lo confirman el aumento de la MMCM del DANE y de las licencias de construcción (17% y 34% respectivamente, durante el bimestre octubre-noviembre) (Gráfico 37).

INVERSIÓN TOTAL
COMO PORCENTAJE DEL PIB



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

CRECIMIENTO ANUAL DEL ÍNDICE
DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL



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

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

	2004	2005 ^{a/}	2006 ^{b/}
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,0	3,0	2,6
Explotación de minas y canteras	2,7	3,0	0,8
Electricidad, gas y agua	2,8	3,2	2,9
Industria manufacturera	7,2	3,9	10,9
Construcción	12,4	12,1	17,9
Edificaciones	29,4	3,6	18,9
Obras civiles	(10,0)	28,2	16,4
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	7,6	9,4	10,5
Transporte, almacenamiento y comunicación	6,2	5,1	9,2
Estab. finan., segur., inmueb. y servicios a las empresas	4,8	3,6	1,6
Servicios sociales, comunales y personales	1,4	4,0	1,8
Intermediación financiera medida indirectamente	10,3	8,4	(6,0)
Subtotal valor agregado	4,5	4,7	6,4
PIB	4,9	5,3	6,8
Impuestos, menos subsidios	10,6	12,8	12,3
Servicios financieros netos de SIFMI ^{c/}	3,1	2,0	4,6
Transables ^{d/}	5,0	4,1	7,3
No transables	4,8	6,0	6,6

a/ Preliminar.

b/ Proyección.

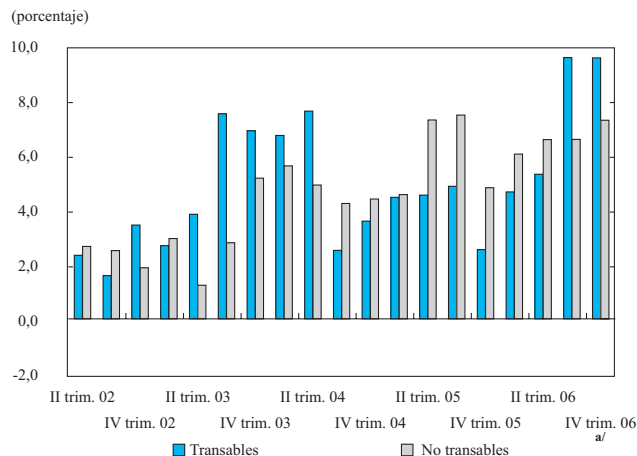
c/ SIFMI: servicios de intermediación financiera medidos indirectamente.

d/ Se supone como transables los sectores agropecuario, minero, manufacturero; los servicios de transporte aéreo, acuático, complementarios y auxiliares, y algunos servicios privados a las empresas.

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 37

**CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB DE TRANSABLES
Y NO TRANSABLES**



a/ Proyectado.

Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

2. Pronóstico del PIB para 2007

Los ejercicios de simulación del PIB para 2007, realizados con la ayuda de un modelo de equilibrio general multisectorial, y que utilizan, en gran medida, supuestos de balanza de pagos, muestran que en el presente año el ritmo de crecimiento podría mantenerse en los niveles observados en años anteriores.

En comparación con el rango de crecimiento pronosticado hace tres meses (entre 4,3% y 5,7%), los nuevos pronósticos son más optimistas, y sugieren que el PIB podría crecer entre 4,5% y 6,5%. Los principales supuestos que están detrás de este pronóstico son: un crecimiento de la productividad total factorial del 1,0%, aumento del precio externo del café en 2,5%, y una caída de los precios del petróleo en 13,2% y del resto

de la minería (carbón, ferroníquel y oro) en 4,2%. La oferta exportable de café crecería 0,5% y la del resto de la minería 16,4%, mientras la producción real exógena de petróleo y derivados caería 1,0%.

Se supone una inflación externa de 2,6%, y un crecimiento de nuestros socios comerciales entre 3,5% y 4,1%. Las remesas en dólares crecerían alrededor de 6,0%, y cabe anotar que el escenario con mayor crecimiento del PIB está asociado con mayores flujos de capitales externos (Gráfico 38).

Este crecimiento en 2007 implica una moderación frente al obtenido de 2006, consistente con un menor incremento de la inversión, especialmente por la desaceleración de la inversión en maquinaria y equipo. Con respecto a lo anterior, se vería alguna disminución de las importaciones (sobre todo las de bienes intermedios y de capital). El consumo de los hogares crecería cerca al 6,5%, y el público (3,0%); además, las exportaciones aumentarían a una tasa entre 4,0% y 6,0% real.

Por ramas de actividad, el pronóstico central del PIB contempla un crecimiento de 7% para el sector manufacturero y de 9% para la construcción y el comercio.

C. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

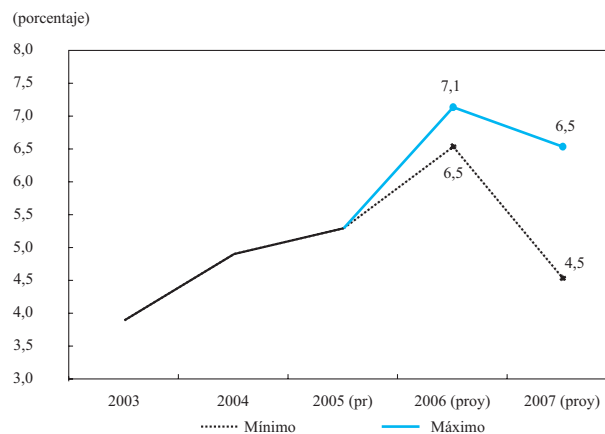
1. Pronósticos

En esta sección se presenta la proyección de inflación del Banco de la República a un horizonte de dos años. Como es usual, los pronósticos se obtienen considerando una política monetaria activa que permite la convergencia gradual de la inflación a la meta de largo plazo (alrededor de 3%).

Teniendo en cuenta el análisis efectuado en las secciones precedentes de este informe, se puede afirmar que las perspectivas para la inflación en 2007 estarán determinadas, en buena medida, por el fuerte dinamismo que mantendría la demanda agregada. Actualmente, el crecimiento interno ha resultado mucho mayor que el esperado en informes anteriores y a raíz de ello los pronósticos han tendido a aumentar.

Así, para este informe se considera que la probabilidad de que se presenten presiones inflacionarias de demanda durante los próximos trimestres se incrementó de manera importante frente a los informes anteriores: la información disponible apunta a que la demanda agregada creció a un ritmo cercano al 9,8% para finales de

CRECIMIENTO ANUAL REAL DEL PIB



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

Aumentó la probabilidad de que se presenten presiones inflacionarias en 2007 por el fuerte crecimiento de la demanda.

Dado el crecimiento esperado en 2007, es probable que continúen disminuyendo los excesos de capacidad productiva de la economía.

2006, y que lo hizo después de acumular una expansión considerable en los tres trimestres precedentes. En este entorno, la economía habría finalizado el año operando un poco por encima de su capacidad productiva. Dado el crecimiento esperado para 2007, es muy probable que estos excesos se mantengan o incluso se amplíen, aún después de considerar un crecimiento importante de la productividad y de incorporar en las estimaciones la alta tasa de inversión de los años anteriores. En todo caso, se debe reconocer que estas estimaciones están sujetas a un alto grado de incertidumbre.

La existencia de excesos en la utilización de la capacidad productiva no necesariamente genera aumentos de la inflación básica o de no transables. Ello depende de diversos factores además del crecimiento de la demanda, como el grado de competencia en los mercados, la evolución de las expectativas y la credibilidad de la política monetaria.

Hay que señalar que la inflación de no transables sin alimentos ni regulados aumentó en los últimos meses de 2006 (revirtiendo las caídas que había tenido en el tercer trimestre) y que, por primera vez en la década, se situó en la parte superior del rango meta fijado (4,5%). Por otro lado, también preocupa la tendencia ascendente que muestran los indicadores de inflación básica desde hace algunos meses, aunque parte de ella pudiera obedecer a los altos precios externos de materias primas (combustibles y agrícolas), que han sido identificados en este informe como choques de oferta transitorios.

Otro factor que afectará el desempeño de la inflación en 2007, al igual que lo hizo en 2006, será el precio de los combustibles. En el escenario básico de este informe se espera que el precio internacional del petróleo (WTI) se sitúe en US\$57, en promedio, para el año, menor que en 2006, pero por encima de los valores de referencia utilizados en el país para el cálculo del precio interno; de esta manera, se esperan ajustes en los combustibles por encima del rango meta de inflación para este año (entre 3,5% y 4,5%), los cuales se transmitirían a los precios del transporte público.

De acuerdo con los pronósticos del Banco, una fuente de bajas presiones inflacionarias en el presente año será nuevamente el comportamiento del tipo de cambio y su efecto sobre el IPC de transables. La corrección a la baja del tipo de cambio en la segunda mitad de 2006, más fuerte que la anticipada en los informe anteriores, permite esperar pocos ajustes de precios de transables a comienzos de 2007 y una inflación anual para esta canasta por debajo del rango meta fijado por la JDBR; además, de acuerdo con los pronósticos del Banco, para buena parte del año se espera una relativa estabilidad cambiaria, lo que contribuiría a mantener bajo control la inflación de transables. Sin embargo, a un horizonte más amplio (finales de 2007 y 2008) se prevé una tendencia hacia la depreciación con efectos alcistas sobre el IPC de transables.

En 2007 el tipo de cambio seguiría siendo fuente de bajas presiones inflacionarias.

En este informe se siguen esperando algunos choques transitorios sobre precios para 2007. El primero tiene que ver con el posible impacto del fenómeno de El

Niño, el cual ya fue confirmado por parte de las agencias meteorológicas. De acuerdo con los expertos, el fenómeno es de intensidad moderada y afectaría diversas regiones del país durante el primer trimestre del año, para luego desaparecer durante el segundo⁸. Aunque es difícil precisar cuál podría ser su impacto sobre la oferta de alimentos primarios, es de esperar alguna reducción entre los meses de marzo y junio, con efectos alcistas sobre precios. Lo usual en estas circunstancias ha sido observar correcciones a la baja en los precios durante la segunda mitad del año, tan pronto como se normalizan las condiciones climáticas; así, los efectos sobre la inflación son transitorios y se revierten dentro del mismo año.

Se pueden esperar algunas presiones alcistas sobre los precios de los alimentos, pero éstas serían transitorias.

Un segundo choque provendría de la entrada en vigencia de la reforma al impuesto al valor agregado (IVA), el cual se aprobó a finales del año anterior; no obstante, diversas estimaciones sugieren que los efectos directo e indirecto sobre la inflación al consumidor serían mínimos, bien sea porque los bienes y servicios finales cuya tarifa impositiva se modificó tienen poca ponderación en la canasta del consumidor, o porque los bienes intermedios afectados no son muy importantes en las cadenas productivas.

Una tercera presión alcista sobre la que se tiene menos certeza provendría de los precios externos de varios bienes importados, especialmente de origen agrícola. En 2006 esta fue una fuente importante de presiones inflacionarias, y esta situación podría repetirse en 2007 si los altos precios del petróleo siguen produciendo alzas en los biocombustibles. En 2006 dichas alzas se transmitieron a la inflación vía los precios de los alimentos procesados e igual podría ocurrir en 2007. Es necesario anotar que los precios de los alimentos procesados en Colombia han presentado variaciones superiores a las metas de inflación por un tiempo considerable, lo cual aumenta los riesgos de que continúen generando presiones inflacionarias hacia el futuro.

Con respecto al papel de las expectativas de inflación, los indicadores disponibles sugieren que éstas se encontraban alineadas con la meta de 2007; sin embargo, se espera algún repunte en la primera mitad del año como consecuencia de choques transitorios en precios, razón por la cual el papel en la reducción de la inflación puede ser menos importante en 2007 que en el año anterior. Al final, su evolución a lo largo del año dependerá de que se cumplan las caídas en la inflación de alimentos y de regulados, los cuales se prevén en la segunda mitad del año de acuerdo con los pronósticos de inflación (Cuadro 8), de la credibilidad en la política monetaria, y de las señales mismas que transmitan las decisiones de la autoridad monetaria a los agentes de la economía.

En el Cuadro 8 se presenta el pronóstico de inflación que arroja el modelo central del Banco, utilizando los supuestos del escenario base discutidos en las secciones anteriores. Hay cuatro aspectos que conviene resaltar.

La reforma al IVA tendría efectos mínimos sobre la inflación de 2007.

⁸ Véanse los informes del National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA/National Weather Service) de los Estados Unidos en la página electrónica: <http://www.nws.noaa.gov>

PRONÓSTICOS DEL MODELO CENTRAL (MMT)

	Inflación total	Inflación de alimentos	Inflación sin alimentos			Brecha del producto	
			Total	No transables	Transables		Regulados
Dic-06	4,5	5,8	3,9	4,7	1,7	6,0	1,0
Mar-07	4,6	5,9	4,1	4,8	1,7	6,8	1,2
Jun-07	4,7	6,2	4,1	4,9	1,4	7,2	1,3
Sep-07	4,0	4,8	3,7	5,1	1,1	5,4	1,1
Dic-07	4,0	4,7	3,7	4,6	1,5	5,9	0,9
Mar-08	4,2	5,0	3,9	4,6	1,9	6,5	0,5
Jun-08	4,0	4,1	3,9	4,5	2,3	6,0	0,2
Sep-08	3,9	3,9	3,9	4,5	2,7	5,0	(0,0)
Dic-08	3,8	3,8	3,8	4,3	3,0	4,1	(0,3)

Fuente: Banco de la República.

En primer lugar, los pronósticos para la inflación de no transables sin alimentos ni regulados se mantienen por encima del techo del rango meta durante todo 2007, aumentando ligeramente frente a lo presentado en el informe de septiembre. La inflación de esta canasta debería descender en 2008 en respuesta a los aumentos de las tasas de interés aplicadas en 2006 (como los que tendrían lugar a lo largo de 2007), pero lo haría en forma gradual. Así, los pronósticos sugieren que durante buena parte de 2007 los precios enfrentarían algunas presiones al alza debidas al fuerte crecimiento previsto para la demanda. Para este año la economía estaría operando con una brecha positiva y con algunos excesos de utilización de la capacidad productiva que desaparecerían gradualmente.

En segundo lugar, se espera un aumento de la variación anual del IPC de regulados para el primer semestre de 2007, como resultado de una base de comparación baja. En el mismo período de 2006 se presentaron reducciones en las tarifas de algunos servicios públicos por motivos relacionados con cambios en las normas de regulación, las cuales no se repetirían este año. Por otro lado, los pronósticos contemplan ajustes en los precios de los combustibles y el transporte público entre 6% y 8% para todo el año, lo que mantiene la inflación de esta subcanasta por encima de las metas por un tiempo. Para un horizonte más amplio se espera una convergencia gradual hacia las metas de inflación de largo plazo.

Los pronósticos para la inflación de no transables sin alimentos ni regulados se mantienen por encima del rango meta durante 2007.

En este informe se aumentó el pronóstico para la inflación de alimentos en 2007, frente a lo presentado en el informe de septiembre. Se sigue esperando un repunte en la primera mitad del año que debería revertirse hacia el segundo semestre, aunque no lo suficiente para permitir que la inflación de este grupo de bienes cierre el año dentro del rango meta. Los resultados anteriores no contemplan plenamente el posible efecto sobre los precios de los alimentos primarios de un fenómeno de El Niño moderado, como el que se ha confirmado. Por esta razón, es probable que

la senda que se presenta en este informe haya subestimando en algo la inflación de alimentos, sobre todo durante la primera mitad del año. Sin embargo, aún con la presencia de El Niño, los aumentos de mediados de año serían transitorios y los precios de los alimentos percederos tenderían a reducirse en el cuarto trimestre. Por otro lado, conviene recordar que las proyecciones de inflación de alimentos están sujetas a altos niveles de incertidumbre y que los modelos han subestimado la inflación de este rubro en los trimestres anteriores.

En 2007 la inflación de transables se mantendría por debajo del rango meta.

Al igual que en el informe de septiembre, en esta oportunidad la inflación de transables sin alimentos ni regulados sería el único componente del IPC que se mantendría claramente por debajo del rango meta, compensando las presiones alcistas que se observan en los otros componentes; así, el cumplimiento de la meta en 2007 descansaría en las pocas presiones inflacionarias provenientes del tipo de cambio que se esperan para el año, y en la reducción de la inflación de alimentos y de regulados durante el segundo semestre. Al mismo tiempo, se debe señalar que las acciones de política monetaria implementadas desde el año anterior contribuyen a evitar el desborde de la inflación de no transables y a anclar las expectativas de inflación.

Dado todo lo anterior, el modelo central del Banco prevé una inflación sin alimentos dentro del rango meta para todo 2007 y con alguna tendencia decreciente para finales de año (Cuadro 8). Para la inflación total al consumidor se espera un repunte durante la primera mitad del año por choques en los precios de los alimentos y por ruidos estadísticos en las tarifas de servicios públicos. Estas alzas desaparecerían en la segunda mitad, permitiendo que la inflación total se sitúe dentro del rango meta.

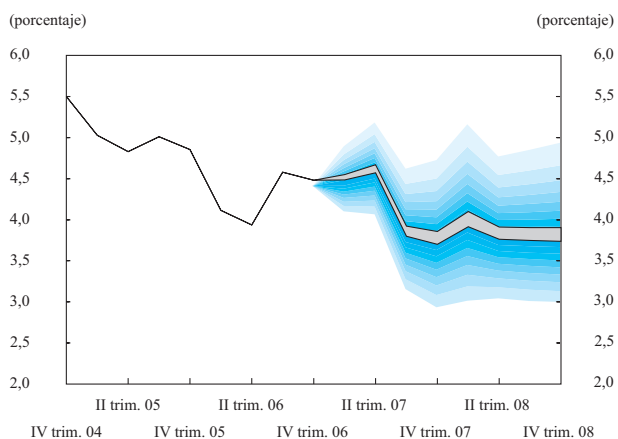
2. Riesgos

Aunque los resultados de la proyección central se consideran como los más probables, la incertidumbre asociada con este pronóstico es amplia. Por este motivo se elabora una distribución de probabilidades para dicha proyección, la cual se presenta en el *Fan Chart* (Gráfico 39).

En la preparación de esta distribución se tienen en cuenta aquellos factores de riesgo que se considera, pueden resultar en una inflación observada significativamente distinta de la presentada en la senda central, así como la desviación estándar histórica de los pronósticos producidos con el modelo central de proyección. Entre los factores que pudieran resultar en una inflación mayor a la contemplada en el escenario central se cuentan:

- Un crecimiento de la demanda interna superior al contemplado en la senda central del escenario base. La proyección central considera un crecimiento del consumo privado en 2007 similar al observado en 2006; sin embargo, no se puede descartar una aceleración del gasto privado, dados los altos niveles de confianza de los consumidores, la amplia disponibilidad de crédi-

Un riesgo alcista sobre la inflación se origina en un crecimiento de la demanda mayor que el previsto.

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


Fuente: cálculos del Banco de la República.

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

Rangos de inflación (%)	Probabilidad (%)	
	Diciembre 2007	Diciembre 2008
mayor a 5,5	0,8	2,1
menor a 5,5	99,2	97,9
menor a 5,0	94,8	91,6
menor a 4,5	79,3	75,8
menor a 4,0	50,3	49,2
menor a 3,5	20,6	19,8
menor a 3,0	4,9	3,8

to y el comportamiento reciente de las importaciones de bienes de consumo. De igual manera, el supuesto de crecimiento del gasto público se considera conservador y podría estar subestimado, dado el buen comportamiento de los recaudos tributarios. En conjunto, estos factores podrían resultar en una expansión de la demanda interna superior a la capacidad productiva de la economía y en mayores presiones inflacionarias.

- Los pronósticos no incluyen el posible efecto del fenómeno de El Niño sobre la oferta de alimentos y sus precios; por ello, es posible que la inflación de alimentos sea superior a la presentada en el escenario central, por lo menos durante parte del año. En la medida en que las alzas previstas se traduzcan en mayores expectativas de inflación, su impacto puede ser permanente, teniendo implicaciones sobre la evolución de la inflación en el largo plazo y sobre la política monetaria.

Dentro de los factores que podrían conducir a una inflación menor que la contemplada en la senda central de pronóstico los más importantes son:

- La evolución reciente del tipo de cambio por debajo de los niveles observados en la segunda mitad de 2006. De mantenerse esta tendencia, la inflación de transables podría ser inferior a la contemplada en el escenario central; igualmente, una tendencia hacia la apreciación podría tener repercusiones favorables sobre las expectativas de inflación que ayudaría al cumplimiento de las metas.
- Los aumentos en los precios de los combustibles y del transporte pueden ser menores que los contemplados en el escenario base, dados los niveles

En este informe se podría estar sobreestimando los ajustes en precios de combustibles y transporte.

relativamente bajos alcanzados recientemente por el tipo de cambio y por el precio externo del petróleo.

Dado lo anterior, se considera que los riesgos alrededor de la senda central están un poco sesgados hacia arriba, en especial para 2008. Aún así, la probabilidad de que se cumpla la meta de inflación anunciada para 2007 es alta (59%). Es importante recalcar que la evolución de la inflación presentada en el escenario central prevé una política monetaria acorde con el cumplimiento de la meta en el mediano y largo plazos.

LA TRANSMISIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS EN COLOMBIA

Yanneth Rocío Betancourt G.
Edgar Caicedo G.*

Entre abril y diciembre de 2006 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ajustó la tasa de interés de intervención (repos de expansión) en seis ocasiones, acumulando 150 puntos básicos de incremento. Mientras que los cambios en la tasa de política se transmitieron plenamente hacia la tasa interbancaria (TIB)¹, la reacción de las otras tasas del mercado ha sido más lenta.

El nivel de las tasas de interés de intervención es definido por el Emisor a partir del *Informe sobre Inflación* y debe ser consistente con el logro de la meta de inflación. La tasa de intervención hace referencia a estas tasas que aplica el Banco para las operaciones Repo de expansión y contracción² que realiza diariamente con las diversas entidades del sistema financiero. Dado que los establecimientos de crédito acuden periódicamente por cupos de liquidez al Emisor, la postura de política se transmite vía la tasa que el Banco cobra por estas operaciones, la cual corresponde al costo de liquidez que los bancos enfrentan y a la cual deberían reaccionar las diferentes tasas del mercado. El objetivo de esta nota es analizar la respuesta de las diversas tasas de interés del mercado ante los cambios en la tasa de política del Banco de la República a la luz de la teoría y la evidencia empírica.

I. Teoría y evidencia empírica

Para asegurar la estabilidad de precios un banco central debe conocer de forma precisa qué tan rápido y en cuál magnitud un cambio en sus instrumentos de política influye sobre la inflación; en este sentido, la literatura económica ha identificado cinco canales de transmisión de la política monetaria: el canal de tasa de interés, el canal de crédito, el canal de precios de los activos, el canal de tasa de cambio y el canal de expectativas³. La diferenciación entre estos canales de transmisión se justifica en la medida en que permita un mejor entendimiento de la velocidad y la intensidad de cada uno de ellos en la efectividad de la política. En particular, dado que el primer eslabón en el mecanismo de política monetaria es la transmisión de la tasa

* Los autores son, en su orden, asistente de la Gerencia Técnica y profesional experto de la Sección de Inflación del Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones expresadas son responsabilidad exclusiva de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

¹ Efectivamente, la TIB subió 148 puntos básicos desde abril del año pasado.

² Desde enero de 2005 las operaciones de contracción monetaria quedaron suspendidas.

³ Véase Bank for International Settlements (1998) para una revisión de la importancia de los diferentes mecanismos de transmisión en los países emergentes.

de política hacia las tasas de interés del mercado⁴, es de gran importancia para la estrategia de la política saber si esta transmisión es o no completa, ya que si resulta incompleta, su efectividad puede ser considerablemente afectada (Égert, *et al.*, 2006).

Numerosos estudios han encontrado que un cambio en la tasa de política de un banco central no es transmitido completamente a las tasas de interés más importantes en las decisiones de gasto de las firmas y de los hogares (e. g. De Bondt, 2005; Berstein y Fuentes, 2003). Esta rigidez ha sido explicada, entre otros factores, por diferentes características de la estructura financiera (e. g. Cottarelli y Kourelis, 1994)⁵. Por ejemplo, Hannan y Berger (1991) encuentran que para los Estados Unidos los bancos en mercados más concentrados y los bancos pequeños exhiben una mayor rigidez en sus tasas de interés, y que las tasas de depósito son menos flexibles ante estímulos al alza. Así mismo, en un estudio para el mercado de crédito de consumo, Kot (2004) muestra que entre más competitivo sea el mercado, más rápido y completo es el ajuste de las tasas ante un cambio en la tasa de política. Para la zona del euro De Bondt (2005) encuentra que la transmisión de tasas es completa para aquellas con madurez menor a tres meses y es incompleta para las tasas con maduración mayor; así mismo, muestra que la diferencia entre la velocidad de ajuste de las tasas de depósitos y las tasas de crédito es explicada por el riesgo de crédito.

Para el caso colombiano estudios empíricos han encontrado una relación estable de largo plazo entre la tasa de política y las tasas de mercado (Julio, 2001), así como una transmisión incompleta de las tasas de interés en el corto plazo (Huertas *et al.*, 2005)⁶, la cual, según los autores, es explicada por la pérdida de efectividad del canal de crédito. Por su parte, Amaya (2006), con una estimación desagregada para el sistema bancario, encuentra que las tasas de crédito reaccionan más rápido que las tasas de depósitos ante cambios en la tasa de intervención⁷ y que los bancos reaccionan en diferentes formas y con diferente intensidad ante un cambio en la política dependiendo de sus características (tales como el tamaño⁸).

En un trabajo más reciente, Betancourt *et al.* (2006) encuentran que la relación entre la tasa de política y las tasas de mercado puede ser compleja y no ser *uno a uno*. Esto se debe a que cambios en la tasa de política pueden tener no solamente efectos directos sobre las tasas de interés del mercado sino también efectos indirectos a través de cambios en otras variables

⁴ En una primera etapa del proceso de transmisión, la tasa de política influye en las tasas de corto y largo plazos del mercado, las cuales, mediante diversos factores, como el costo de fondeo para los bancos y la existencia de títulos del gobierno como sustitutos de los créditos, impactan las tasas de los depósitos y de los créditos.

⁵ Para una revisión de la literatura de la industria bancaria y la política monetaria véase Ahumada y Fuentes (2004).

⁶ Usando estadísticas descriptivas, Huertas *et al.* (2005) estimaron que un cambio de 1% en la tasa de política implicaba un cambio a corto plazo de 0,26% en la tasa de los CDT a 90 días (DTF) y uno de largo plazo de 0,6%. Los autores también usaron modelos VAR en diferencia para estimar el impacto de la tasa interbancaria sobre la DTF.

⁷ La respuesta máxima de las tasas de crédito y de depósitos ante un cambio en la tasa de política es de 4.4 y 6.1 meses, respectivamente.

⁸ Los bancos grandes reaccionan con más fuerza en el mercado de depósitos que en el de créditos con respecto al resto de bancos.

macroeconómicas (ingreso, depreciación, inflación y expectativas), a la vez que choques en la economía influyen directamente en las tasas del mercado sin que haya cambios en la tasa de política⁹.

II. La coyuntura en Colombia

Como se mencionó, la transmisión de las tasas de interés en Colombia ha sido incompleta y no homogénea: entre abril y diciembre de 2006 la reacción de las tasas pasivas ha sido menor que el ajuste de la tasa de política, aunque las tasas de los CDT por plazos reaccionaron en forma diversa. Por su parte, la respuesta de las tasas activas ha sido más compleja: las tasas de tesorería y las preferenciales subieron tanto o más que la de política, mientras que las tasas de consumo y de tarjeta cayeron (Gráfico R1.1).

Una posible explicación del comportamiento heterogéneo de las tasas de interés podría estar relacionada con la importante liquidación de títulos de deuda pública interna (TES) por parte de las entidades financieras. Esto, posiblemente, le permitió a la banca fondear sus necesidades de crédito y de reservas, de forma tal que los bancos no tuvieron que ajustar sus tasas de interés de captación en la misma proporción que el ajuste de la tasa de intervención; igualmente, la oferta de algunos tipos de crédito aumentó al rebalancearse el portafolio activo de los bancos en contra de los TES, produciéndose una reducción en algunas tasas de interés activas (consumo, comercial y tarjetas de crédito)¹⁰. Este comportamiento de las tasas de mercado puede estar reflejando la hipótesis de que en cada período los bancos comerciales ajustan solamente una parte de todas las tasas y en diferente medida, dependiendo de diversos factores, lo cual conduce a una transmisión imperfecta de la tasa de política (Kobayashi, 2005).

III. Conclusiones

A partir de la evidencia anterior se puede concluir que la transmisión de tasas de interés es un proceso complejo en el cual otras variables, diferentes a la tasa de política, afectan el comportamiento de los bancos, las condiciones de los mercados de crédito y depósitos, y, por ende, la determinación de las tasas de interés en el mercado financiero. Un banco central debe tener en cuenta estas consideraciones en su proceso de decisión sobre las tasas de política, para minimizar el riesgo de incumplir la meta de inflación y para evitar una excesiva volatilidad en las tasas de interés y en el producto.

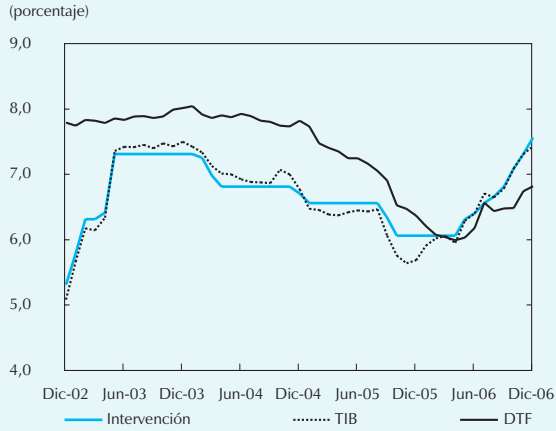
⁸ Los bancos grandes reaccionan con más fuerza en el mercado de depósitos que en el de créditos con respecto al resto de bancos.

⁹ Otros estudios como los de Arango *et al.* (2006); Melo y Becerra (2006), y Roland (2006) también han estudiado la transmisión de tasas desde diferentes ópticas como la estructura a plazos de las tasas de interés.

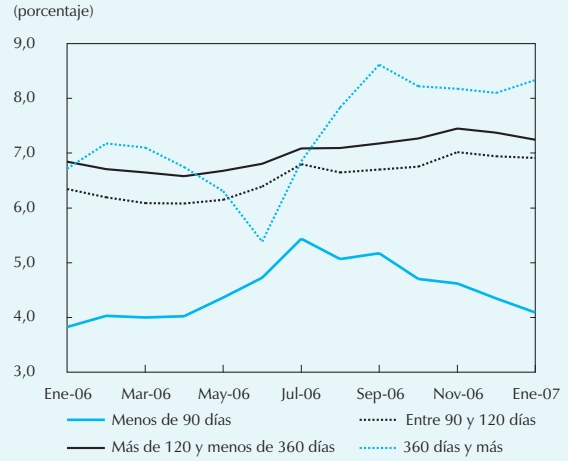
¹⁰ Entre marzo y diciembre de 2006 los bancos redujeron su exposición en TES en más de \$5 billones; por su parte, el saldo de la cartera aumentó en más de \$23 billones.

GRÁFICO R1.1

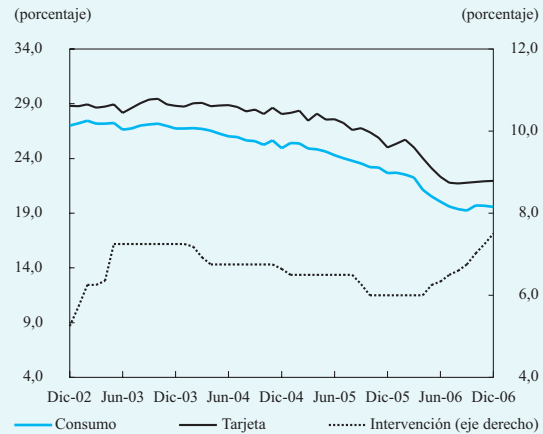
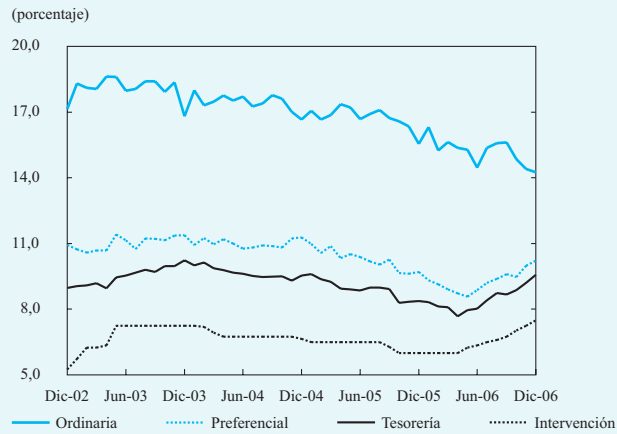
TASAS DE INTERÉS



TASA PONDERADA DE LOS CDT POR PLAZOS



TASAS DE INTERÉS DE COLOCACIÓN



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

Referencias

Ahumada, L.; Fuentes, J. R. (2004) "Banking Industry and Monetary Policy: An Overview", *Banking Market Structure and Monetary Policy*, Banco Central de Chile.

Amaya, C. (2006) "Interest Rate Setting and the Colombian Monetary Transmission Mechanism", *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 50, Banco de la República (Colombia).

Arango, L. E.; González, A.; León, J. J.; Melo, L. F. (2006) "Efectos de los cambios en la tasa de intervención del Banco de la República sobre la estructura de plazo", *Borradores de Economía*, núm. 424, Banco de la República, Colombia.

- Bank for International Settlements (1998) "The Transmission of Monetary Policy in Emerging Markets", *BIS Policy Paper*, núm. 3.
- Bernanke, B.; Gertler, M. (1995) "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, núm. 4.
- Berstein, S.; Fuentes, R. (2003) "Is there Lending Rate Stickiness in the Chilean Banking Industry?", núm. 218, Documentos de trabajo, Banco Central de Chile.
- Betancourt, R.; Vargas, H.; Rodríguez, N. (2006) "Interest Rate Pass-through in Colombia: A Micro-Banking Perspective", Borradores de Economía, núm. 407, *Banco de la República*, Colombia.
- Cottarelli, C., and A. Kourelis, (1994). "Financial Structure, Bank Lending Rates, and the Transmission Mechanism of Monetary Policy", *IMF Staff Papers*, Vol 41, No 4.
- De Bondt, G. (2005) "Interest Rate Pass-Through: Empirical Results for the Euro Area", *German Economic Review*, vol. 6, núm. 1.
- Égert, B.; Crespo-Cuaresma, J.; Reininger, T. (2006) "Interest Rate Pass-Through in Central and Eastern Europe: Reborn from Ashes Merely to Pass Hawaii?", Documento de trabajo, *William Davidson Institute* núm. 851, Universidad de Michigan.
- Hannan, T.; Berger, A. (1991) "The Rigidity of Prices: Evidence from the Banking Industry", *American Economic Review*, vol. 81, núm. 4.
- Huertas, C.; Jalil, M.; Olarte S.; Romero, J. V. (2005) "Algunas consideraciones sobre el canal del crédito y la transmisión de tasas de interés en Colombia". Borradores de Economía, núm. 351, *Banco de la República*, Colombia.
- Kobayashi, T., (2005). "Optimal Monetary Policy with Incomplete Interest Rate Pass-Through".
- Kot, A. (2004) "Is Interest Rate Pass-Through Related to Banking Sector Competitiveness?", National Bank of Poland.
- Julio, J. M. (2001) "Relación entre las tasas de intervención del Banco de la República y las tasas del Mercado: una exploración empírica", Borradores de Economía, núm. 188, *Banco de la República*, Colombia.
- Melo, L. F.; Becerra, O. (2006) "Una aproximación de las tasas de interés de corto plazo en Colombia, a través de modelos GARCH multivariados", Borradores de Economía, núm. 366, *Banco de la República*, Colombia.

Roland, P. (2006) "The 90 Day Interest Rate: Why does it Remain Constant?", Borradores de Economía, núm. 371, Banco de la República, Colombia.

EL CUMPLIMIENTO DE LAS METAS DE INFLACIÓN EN COLOMBIA

Alejandro Reyes G.*

La Constitución Política de 1991 encargó al Banco de la República la tarea de mantener el poder adquisitivo del dinero y de garantizar la estabilidad del producto y del empleo; así, para cumplir con esta obligación, desde 1991 el Banco de la República comenzó a fijar una meta operativa de inflación decreciente que en los primeros ocho años se combinó con otras metas de manejo cambiario y de agregados monetarios. A partir de 1999, con la modificación del esquema de bandas cambiarias, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) adoptó explícitamente el esquema de inflación objetivo como mecanismo para manejar la política monetaria. Desde esta estrategia el Banco define como objetivo de la política monetaria el cumplimiento de las metas de inflación en cada año, y su convergencia gradual hacia la meta de largo plazo, definida en el rango entre 2% y 4%.

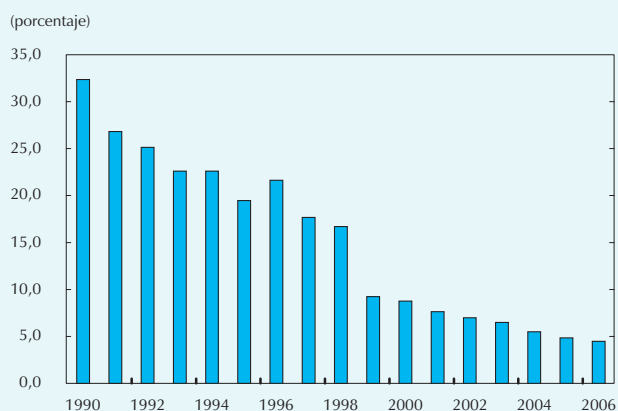
En la actualidad, la meta de inflación se fija para la variación anual a diciembre del índice de precios al consumidor (IPC), calculado por el Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE). Inicialmente se fijaron metas puntuales para cada fin de año; sin embargo, a partir de 2003 la JDBR ha establecido rangos meta, reconociendo la volatilidad que presenta el IPC en Colombia, debido a la importancia y a la alta frecuencia de los choques transitorios sobre precios, asociados con los precios de los alimentos y de los bienes y servicios regulados, principalmente. Así mismo, junto con la meta del siguiente año, la JDBR anuncia el rango en el cual se definirá la meta de inflación a dos años.

La utilidad de esta estrategia se ve reflejada en el comportamiento de la inflación en las últimas dos décadas: desde 1990 la inflación al consumidor ha tenido una senda decreciente, sólo interrumpida en 1997 (Gráfico R3.1); además, en varias oportunidades, y cada vez con más frecuencia, las metas se han cumplido, destacándose lo sucedido en los tres años precedentes (2004, 2005 y 2006). En otras oportunidades, como 2002 y 2003, el incumplimiento fue por un margen estrecho y obedeció a la presencia de choques transitorios (externos y de oferta de alimentos), los cuales fueron explicados por la autoridad monetaria en su momento. Con todo, desde 1999 la economía ha estado 64% de los meses por debajo de la meta de inflación (puntual entre 1999-2003, y con un techo de rango meta entre 2004 y 2006) (Cuadro R2).

Dentro del esquema de inflación objetivo el anuncio de metas de inflación tiene como propósito brindar un ancla nominal a la economía, permitiendo guiar la formación de expectativas y la firma de contratos de precios y salarios; en este sentido, los efectos positivos del cumplimiento

* Profesional de la Sección de Inflación, Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones expresadas son de exclusiva responsabilidad del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

GRÁFICO R2.1
INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR A DICIEMBRE DE CADA AÑO



Fuente: DANE.

CUADRO R2
METAS DE INFLACIÓN E INFLACIÓN OBSERVADA

	Meta de inflación			Inflación observada	
	Piso del rango	Punto central	Techo del rango	Total	Sin alimentos
Dic-91	n.a.	22,0	n.a.	26,8	27,6
Dic-92	n.a.	22,0	n.a.	25,1	23,8
Dic-93	n.a.	22,0	n.a.	22,6	26,8
Dic-94	n.a.	19,0	n.a.	22,6	22,4
Dic-95	n.a.	18,0	n.a.	19,5	21,0
Dic-96	n.a.	17,0	n.a.	21,6	23,2
Dic-97	n.a.	18,0	n.a.	17,7	18,2
Dic-98	n.a.	16,0	n.a.	16,7	17,1
Dic-99	n.a.	15,0	n.a.	9,2	10,0
Dic-00	n.a.	10,0	n.a.	8,8	9,3
Dic-01	n.a.	8,0	n.a.	7,6	6,5
Dic-02	n.a.	6,0	n.a.	7,0	5,4
Dic-03	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0
Dic-04	5,0	5,5	6,0	5,5	5,5
Dic-05	4,5	5,0	5,5	4,9	4,1
Dic-06	4,0	4,5	5,0	4,5	3,9

n.a. No aplica.
Fuente: DANE y Banco de la República.

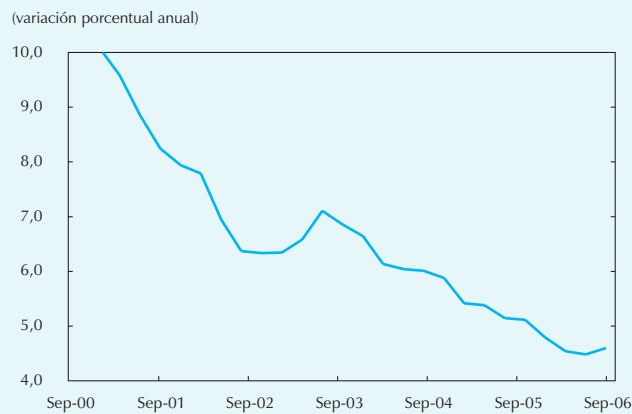
de las metas en Colombia se observan no sólo en la tendencia decreciente de la inflación ya descrita, sino también en el comportamiento de expectativas en la década presente.

En la actualidad el Banco cuenta con dos encuestas de expectativas de inflación: una realizada a bancos y comisionistas de bolsa, con periodicidad mensual, y otra aplicada a una muestra representativa de varios segmentos de la población (bancos, sindicatos, comerciantes y académicos, entre otros), con periodicidad trimestral. La encuesta mensual que se realiza desde

2003 muestra que las expectativas han seguido a las metas, incluso ignorando algunos aumentos de la inflación que a la postre han resultado transitorios; de hecho, en las encuestas aplicadas en diciembre de 2006 y enero de 2007, los entrevistados esperaban una inflación de 4,16% a doce meses, que se sitúa dentro del rango meta fijado por el Banco para 2007 (entre 3,4% y 4,5%), a pesar del repunte que mostró la inflación al finalizar 2006.

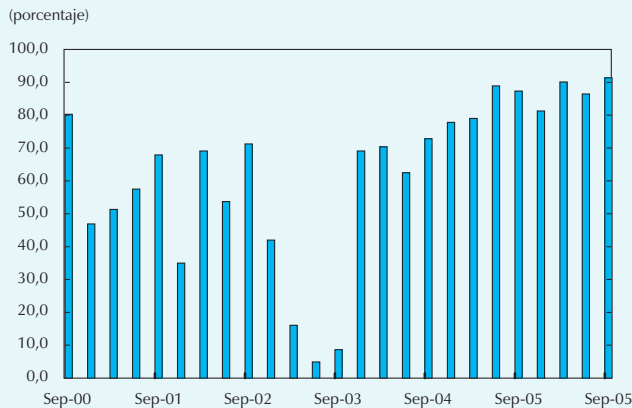
Una tendencia de más largo plazo en las expectativas se observa utilizando la encuesta trimestral, de acuerdo con la cual las expectativas se han reducido desde 2000, a la par con la reducción de la inflación y de las metas (Gráfico R2.2). Un módulo de la misma encuesta que pregunta sobre la probabilidad del cumplimiento de la meta muestra que ésta ha aumentado de manera continua desde 2003, alcanzando un registro del 92% en la última encuesta disponible, por encima de los registros de años anteriores (Gráfico R2.3).

GRÁFICO R2.2
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A UN AÑO (ENCUESTA TRIMESTRAL)



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO R2.3
PROBABILIDAD DEL CUMPLIMIENTO DE LA META DE INFLACIÓN



Fuente: Banco de la República.

En conjunto, el cumplimiento de las metas y la tendencia consistente de reducción de la inflación, así como las decisiones de política monetaria, han permitido generar mayor confianza por parte de los agentes económicos y aumentar la credibilidad en la política monetaria. De esta manera, se ha disminuido el costo de continuar con el proceso desinflacionario y el de garantizar la estabilidad de precios en la economía colombiana.

MEDICIÓN Y EVOLUCIÓN DE LA PRODUCTIVIDAD LABORAL EN LA INDUSTRIA COLOMBIANA Y SU EFECTO SOBRE LOS COSTOS

Mario Nigrinis*

La productividad es una variable importante en el análisis de los determinantes de la inflación: los incrementos de esta variable están asociados con la reducción de los costos marginales de las firmas, lo que disminuye la probabilidad de que éstas aumenten sus precios y, por tanto, aparezcan presiones inflacionarias en la medida en que dichos incrementos se generalicen. Así mismo, los aumentos en los salarios reales no necesariamente van a influir sobre los costos laborales de las firmas (con lo cual podrían surgir presiones inflacionarias), si son compensados con variaciones positivas de la productividad.

Puesto que la productividad no es una variable directamente observable, su medición debe hacerse de manera indirecta a través de la combinación de otros indicadores. En los informes sobre inflación se ha utilizado el producto por hora trabajada en la industria como un indicador idóneo de la productividad del trabajo en esta rama económica. De acuerdo con la literatura económica, este tipo de mediciones tiene la particularidad de estar altamente correlacionada con las variaciones del producto¹. Como se ha señalado en informes anteriores, esta característica puede llevar a sacar conclusiones erróneas sobre el comportamiento de la productividad y la existencia de presiones inflacionarias a lo largo del ciclo económico.

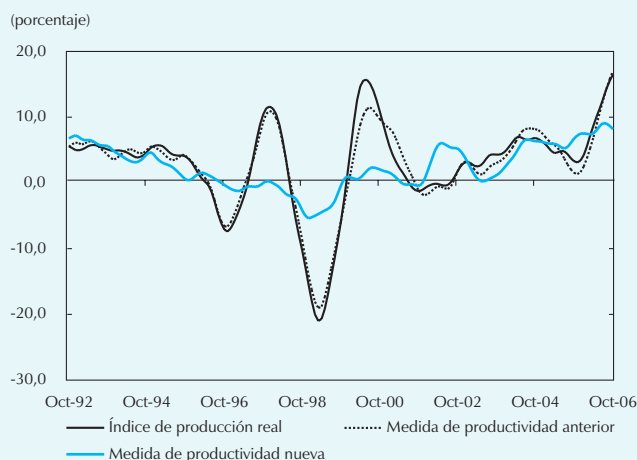
Para obviar este problema es conveniente filtrar la serie de productividad: en el Gráfico R3.1 se presenta el cálculo de la variación anual del índice de la producción industrial, sin componente estacional e irregular, junto con el crecimiento del producto por hora trabajada original (no filtrada) y un nuevo indicador de la productividad, construido a partir del filtro de Hodrick y Prescott. Mientras la correlación entre el crecimiento del producto industrial y el indicador no filtrado de productividad es 98,2%, la correlación con la productividad filtrada disminuye a 62,8%.

Las series de productividad en niveles que se presentan en el Gráfico R3.2 permiten identificar tres episodios del ciclo económico: el primero entre 1990 y 1994, donde el crecimiento de la producción industrial (15,2%) estuvo acompañado por una expansión de la productividad del trabajo (13,9%); un segundo período entre 1995 y 2002, cuando la producción y la

* Profesional especializado en inflación, de la Sección de Asuntos Especiales, Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones expresadas son de exclusiva responsabilidad del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

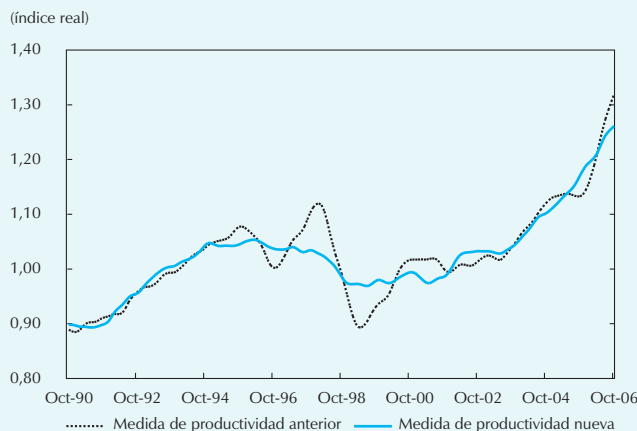
¹ Véase Argia M. Sbordone (1997) "Interpreting the Procyclical Productivity of Manufacturing Sectors: External Effects or Labor Hoarding?", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 29, núm. 1, pp. 26-45.

GRÁFICO R3.1
CRECIMIENTO DEL PRODUCTO Y LA PRODUCTIVIDAD INDUSTRIAL



Fuente: DANE-MMM.

GRÁFICO R3.2
PRODUCTO POR HORA TRABAJADA EN LA INDUSTRIA



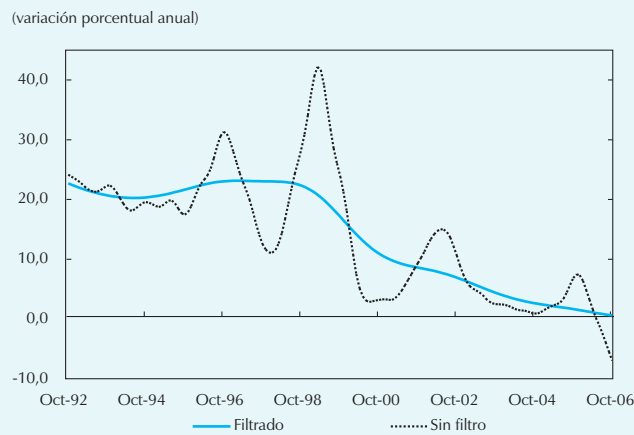
Fuente: DANE-MMM.

productividad cayeron (5,9% y 1,7%, respectivamente), y una tercera fase a partir de 2003, que corresponde a una recuperación importante de la producción industrial 7,1% en promedio y a un fuerte crecimiento de la productividad (6,8% por año en promedio), que la sitúa hoy en día en niveles superiores a los observados en el pasado. El examen de la series también muestra que la expansión de la producción industrial en 1995 y 1997 (4,1% y 2,5%, respectivamente) no estuvo acompañada por aumentos de la productividad, y esto, en parte, podría explicar su corta duración.

Finalmente, utilizando la serie filtrada de productividad para calcular el costo laboral unitario (CLU, calculado como la relación entre los salarios y la productividad del trabajo), se observa

que este indicador se mantuvo prácticamente estable entre 1992 y 1998 (Gráfico R3.3); de esta manera, la disminución de la inflación que se presentó en ese período (la cual pasó de 25,1% a 16,7%), no estuvo acompañada por una reducción de los costos laborales de la industria. Dicho comportamiento contrasta con el observado en la presente década, cuando se ha dado una reducción significativa en el ritmo de ajuste del CLU nominal. Teniendo en cuenta los incrementos de los salarios nominales que han tenido lugar en estos años en la industria, los cuales ascienden a 8,3% en promedio por año, la contribución de la productividad a la reducción de costos estimada debe haber sido significativa.

GRÁFICO R3.3
COSTO LABORAL UNITARIO NOMINAL POR HORA TRABAJADA EN LA INDUSTRIA



Fuente: DANE-MMM.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS

Este es un recuento de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía colombiana para 2007 y 2008; cabe anotar que al momento de la consulta los agentes contaban con información a diciembre de 2006.

I. Proyecciones para 2007

En el Cuadro A1 se presentan los pronósticos para 2007: en promedio, los analistas locales esperan un crecimiento económico de 5,3%, 56 pb por encima del pronóstico del trimestre anterior, y los extranjeros uno de 5,1% (50 pb arriba). Una vez más las expectativas mejoraron, reflejando el buen momento que muestran los indicadores económicos tanto por el lado de la demanda como por el lado de la oferta, el crecimiento saludable del crédito y el hecho de que el índice de confianza del consumidor de Fedesarrollo se mantiene en niveles cercanos a su máximo histórico, lo cual permite esperar un buen crecimiento del consumo privado.

**CUADRO A1
PROYECCIONES PARA 2007**

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC (porcentaje)	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo, trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Corredores Asociados	5,5	4,5	2.285	7,5	(2,0)	11,5
BBVA Ganadero	6,2	3,6	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Bancolombia-Suvalor	5,1	4,1	2.194	7,3	(1,0)	10,8
Corficolombiana-Corfivalle	5,0	4,2	2.480	7,8	(1,7)	n.d.
Banco de Bogotá	5,1	4,3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Fedesarrollo	5,2	4,0	2.285	n.d.	(1,8)	n.d.
Citibank-Colombia	5,5	4,2	2.300	7,4	(1,5)	10,0
Alianza Valores	5,2	3,8	2.069	7,6	(1,3)	11,5
Banco Santander	5,0	4,0	2.310	7,7	(1,3)	9,5
Promedio	5,3	4,1	2.275	7,6	(1,5)	10,7
Analistas externos						
CS First Boston	5,4	4,5	2.430	n.d.	(1,7)	n.d.
J. P. Morgan Chase	5,0	4,4	2.400	n.d.	(1,5)	n.d.
Goldman Sachs	5,0	4,4	2.380	n.d.	(1,0)	n.d.
Deutsche Bank	4,9	4,0	2.338	n.d.	(1,2)	n.d.
Promedio	5,1	4,3	2.387	n.d.	(1,4)	n.d.

n.d. No disponible.

Fuentes: Banco de la República con base en información suministrada por los analistas.

En cuanto a la inflación, el pronóstico de los analistas locales disminuyó 25 pb, para situarse en 4,1%, mientras que el de los extranjeros se mantuvo en 4,3%. Ambas cifras se encuentran dentro del rango meta para el año (entre 3,5% y 4,5%).

Con respecto al tipo de cambio, en promedio los analistas locales redujeron su pronóstico \$205 (a \$2.275), mientras los extranjeros lo hicieron en \$134 (a \$2.387), es decir, los primeros esperan que la divisa se deprecie 1,6% y los segundos 6,2%, en promedio, en comparación con el precio de fin de 2006 (la máxima depreciación esperada es de 9,7% y la mínima de -8,21%). Se debe señalar que, en línea con lo ocurrido en los siete trimestres anteriores, los pronósticos han sido nuevamente revisados a la baja. Este cambio probablemente ha estado influido por la marcada caída en la tasa de cambio observada durante el cuarto trimestre de 2006, que ha corregido en su totalidad el incremento que tuvo en el segundo trimestre. Esto ha ocurrido al tiempo con la caída en la aversión al riesgo en los mercados mundiales, renovada por la disminución de la inflación en los Estados Unidos y Europa, y acompañada de crecimientos por encima de las expectativas del mercado.

Para la DTF los analistas esperan, en promedio, que termine el año en 7,6%, lo que implica un incremento de 80 pb frente al nivel de fin de 2006 y un nivel similar al de la tasa interbancaria, tras el incremento reciente de las tasas de interés del Emisor. Para el déficit fiscal consolidado esperan que sea del orden de 1,5% del PIB, un poco por encima de la proyección del Confis (1,3% para el sector público consolidado). Por último, el pronóstico de la tasa de desempleo en trece ciudades se situó en 10,7%, lo cual podría sugerir que, a diferencia del trimestre anterior, los analistas no esperan que los recientes incrementos en las mediciones del DANE vayan a mantenerse en el futuro.

II. Proyecciones para 2008

Para 2008 los analistas locales prevén un 4,6% de crecimiento y los extranjeros un 4,5% (Cuadro A2). Frente a la inflación, ambos esperan que se sitúe en 3,7%, dentro del rango en el cual se definirá la meta de dicho año (entre 3% y 4%). En cuanto al tipo de cambio esperan, en promedio, una devaluación anual de 2,9%, frente a los pronósticos para fin de 2007; de esta manera, a finales de 2008 la tasa representativa del mercado (TRM) se ubicaría en \$2.430, un nivel similar al observado en julio de 2006 y julio de 2002. Estos pronósticos implican una devaluación acumulada del peso de 7,9% entre 2007 y 2008, frente a los niveles que alcanzó a finales de 2006; con lo cual, en promedio, esperan que el 44% de esta devaluación ocurra en 2007 y el restante 56% en 2008.

CUADRO A2
PROYECCIONES PARA 2008

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC (porcentaje)	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Corredores Asociados	4,5	4,0	2.330
BBVA Ganadero	5,0	3,1	n.d.
Bancolombia-Suvalor	4,5	3,5	2.227
Corficolombiana-Corfivalle	4,5	4,0	2.554
Banco de Bogotá	4,5	3,9	n.d.
Fedesarrollo	4,8	3,5	2.350
Citibank-Colombia	4,5	3,5	2.450
Alianza Valores	n.d.	n.d.	n.d.
Banco Santander	4,8	3,7	2.350
Promedio	4,6	3,7	2.377
Analistas externos			
CS First Boston	5,0	4,0	2.479
J. P. Morgan Chase	4,7	3,8	2.500
Goldman Sachs	4,0	3,8	2.500
Deutsche Bank	4,1	3,6	2.456
Promedio	4,5	3,8	2.484

n.d. No disponible.

Fuentes: Banco de la República con base en información suministrada por los analistas.