



INFORME SOBRE INFLACIÓN

DICIEMBRE DE 2007

BANCO DE LA REPÚBLICA

BOGOTÁ, D.C., COLOMBIA

ISSN - 1657 - 7973

LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

OBJETIVOS

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

HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

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

PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

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

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

COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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

CONTENIDO

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS	6
EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA	9
I. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN	15
A. INFLACIÓN BÁSICA	18
B. INFLACIÓN DE ALIMENTOS	19
C. PRESIONES INFLACIONARIAS EN 2007	21
D. FACTORES QUE DETERMINAN LA INFLACIÓN	22
RECUADRO 1: ¿CÓMO FIJAN LOS PRECIOS LAS FIRMAS COLOMBIANAS?	31
II. MERCADOS FINANCIEROS	34
A. CONTEXTO EXTERNO	34
B. MERCADOS FINANCIEROS	37
RECUADRO 2: CRITERIOS PARA ESTABLECER UNA META DE INFLACIÓN	45
III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS	49
A. CONTEXTO INTERNACIONAL	49
B. BALANZA DE PAGOS DE 2007 Y PERSPECTIVAS PARA 2008	55
C. PRONÓSTICOS DEL PIB PARA 2008	56
D. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	58
ANEXO. PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS	64

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS

I. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

Gráfico 1	Inflación anual al consumidor y metas	16
Gráfico 2	Indicadores de inflación básica variación anual	18
Gráfico 3	IPC de transables y no transables sin alimentos ni regulados	19
Gráfico 4	IPC de regulados, variación anual	19
Gráfico 5	IPC de alimentos, variación anual	20
Gráfico 6	Descomposición de la inflación de alimentos, variación anual	20
Gráfico 7	Precios de los alimentos transables, variación anual	21
Gráfico 8	Precio internacional relativo de alimentos, frente al precio colombiano relativo de alimentos	21
Gráfico 9	Crecimiento anual real del PIB	22
Gráfico 10	Exportaciones totales, tradicionales y no tradicionales en dólares	23
Gráfico 11	Exportaciones a Venezuela en dólares	23
Gráfico 12	Importaciones totales (acumulado doce meses)	24
Gráfico 13	Consumo de los hogares y encuesta de consumo de Fedesarrollo	26
Gráfico 14	A. Índice de salarios para la construcción pesada, variación anual B. Costos salariales nominales en la industria y el comercio, variación anual	26
Gráfico 15	Empleo en la industria y el comercio variación anual	27
Gráfico 16	IPP total, variación anual	28
Gráfico 17	IPP por componentes, variación anual	28
Gráfico 18	Demanda esperada en los próximos doce meses frente a la capacidad instalada	28
Gráfico 19	Tasa de desempleo y Nairu	29
Gráfico 20	Expectativas de inflación a tres, seis, nueve y doce meses	30
Gráfico 21	Porcentaje de credibilidad en la meta de inflación, 2001 a 2008	30
Cuadro 1	Inflación observada y pronosticada para diciembre de 2007	16
Cuadro 2	Descomposición de la inflación anual según presiones alcistas	16
Cuadro 3	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto, 2006 y 2007	23
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto, 2004-2007	25
Cuadro 5	Indicadores del mercado laboral	27

II. MERCADOS FINANCIEROS

Gráfico 22	A. Tasas de los papeles comerciales AA a 30 días de los Estados Unidos	35
	B. Diferencial entre la tasa libor y la tasa de los tesoros a corto plazo de los Estados Unidos	35
Gráfico 23	Porcentaje neto de encuestados que mencionan estándares apretados de:	
	A. Crédito de vivienda	36
	B. Crédito de consumo	36
Gráfico 24	A. Tasas de interés de los bonos de los Estados Unidos	36
	B. Índices bursátiles	36
Gráfico 25	A. Embi+ y <i>spread</i>	37
	B. Tasas de los títulos de deuda externa pública colombiana en dólares	37
Gráfico 26	Tasa de cambio nominal de diferentes monedas latinoamericanas frente al dólar	37
Gráfico 27	Agregados monetarios, crecimiento anual	38
Gráfico 28	Crecimiento anual de la cartera bruta M/L	39
Gráfico 29	Cartera e inversiones (brutas)/total activos	39
Gráfico 30	A. Cartera bruta de consumo y microcrédito	40
	B. Cartera bruta comercial (M/L)	40
	C. Cartera bruta hipotecaria ajustada (M/L)	40
Gráfico 31	Cartera/PIB (trimestral)	41
Gráfico 32	Cartera de consumo	41
Gráfico 33	TIB y tasa de intervención	41
Gráfico 34	Tasas de interés reales	43
Gráfico 35	Margen de las tasas de interés activa y pasiva: tasa de colocación total (BR) menos DTF	44
Cuadro 6	Tasas de interés	42

III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

Gráfico 36	Beneficios corporativos	50
Gráfico 37	Inflación anual al consumidor en los Estados Unidos	52
Gráfico 38	Precio del petróleo (WTI), Bolsa de Nueva York	54
Gráfico 39	Índice de precios del total de commodities sin petróleo (WCF)	54
Gráfico 40	Crecimiento anual real del PIB	57
Gráfico 41	Distribución de probabilidades del pronóstico de la inflación (<i>Fan Chart</i>)	63
Cuadro 7	Pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales	50
Cuadro 8	Precios internacionales	54
Cuadro 9	Balance macroeconómico	55
Cuadro 10	Prónosticos del modelo central (MMT)	59

EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA

DECISIONES DE POLÍTICA EN EL CUARTO TRIMESTRE DE 2007

La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) inició los incrementos en sus tasas de interés de referencia en abril de 2006 desde niveles reales bajos y como respuesta a presiones inflacionarias que podrían provenir de niveles de demanda agregada superiores a sus valores sostenibles de largo plazo. A pesar del cumplimiento de la meta de inflación en 2006, y teniendo en cuenta las proyecciones de inflación y de crecimiento de la economía, en 2007 la JDBR aumentó en siete oportunidades la tasa de interés de intervención. La información disponible a lo largo del año confirmaba la presencia de presiones inflacionarias que ponían en riesgo el logro del objetivo de la estabilidad de precios.

La inflación anual en 2007 tuvo su mayor registro del año en abril (6,26%), descendió durante cinco meses hasta septiembre (5,01%), y volvió a aumentar desde octubre (5,16%), manteniendo una tendencia creciente hasta final de año. En los últimos tres meses de 2007 las diferentes medidas de inflación básica moderaron su tendencia alcista, pero se mantuvieron en niveles elevados, indicando que los excesos de demanda en la economía, aunque menores, permanecían.

Las cifras de crecimiento económico de los tres primeros trimestres de 2007 fueron superiores a las pronosticadas tanto por los analistas locales e internacionales, como por el equipo técnico del Emisor. Los primeros datos de actividad económica que corresponden al cuarto trimestre de 2007 mostraban que sectores asociados con la industria, con el comercio y con la construcción por el lado de la oferta, y los resultados de la encuesta de consumo de Fedesarrollo por el lado de la demanda, comenzaron a dar signos de desaceleración. Sin embargo, los ritmos de crecimiento de la demanda agregada se mantenían elevados.

Con respecto al mercado laboral, la creación de empleo aceleró sustancialmente su ritmo de crecimiento en los últimos meses, generando una disminución de la tasa de desempleo de 11% a 9,4% entre noviembre de 2006 y el mismo mes de 2007. Por otro lado, a pesar de la desaceleración de algunas modalidades de crédito, el aumento real anual de la cartera y las tasas de crecimiento real de los pasivos financieros continuaban superando ampliamente el crecimiento del producto interno bruto (PIB).

Es así como en un entorno caracterizado por un fuerte crecimiento de la demanda agregada y el crédito, una alta utilización de la capacidad instalada, un incremento en las expectativas de inflación y un contexto internacional, en donde las noticias más recientes sobre los Estados Unidos apuntaban a una desaceleración moderada de su economía, la JDBR de manera unánime decidió aumentar en 25 puntos básicos (pb) sus tasas de intervención de 9,25% a 9,50% en su reunión del 23 de noviembre.

Adicionalmente, esta decisión también pretendía anclar las expectativas y afianzar la credibilidad en el cumplimiento de la meta de inflación, que para 2008 se mantuvo entre 3,5% y 4,5%.

En diciembre de 2007 la información disponible continuaba reflejando un crecimiento de la economía con una dinámica positiva; sin embargo, la incertidumbre en los mercados internacionales aumentó, lo que llevó a que las estimaciones de crecimiento económico de nuestros principales socios comerciales fueran revisadas a la baja. Dado este escenario, la JDBR consideró prudente dejar inalteradas las tasas de interés.

Pese a las acciones oportunas de política monetaria (incremento de tasas, aumento de encajes marginales, etc.), la inflación culminó en 2007 en 5,69%, 119 pb por encima del límite superior del rango meta fijado para el mismo año, diferencia en su mayor parte explicada por una inflación de alimentos considerablemente superior a la esperada.

MOTIVOS DEL INCUMPLIMIENTO DE LA META DE INFLACIÓN DE 2007

Para explicar los motivos del incumplimiento de la meta en 2007 es importante discriminar la inflación según su duración y origen. Por ejemplo, cuando se dan choques de oferta, como los originados por cambios en el clima, se generan aumentos transitorios en los precios de los alimentos, independientemente de cuál sea la postura de la política monetaria. De igual forma, existen bienes y servicios regulados cuyos incrementos de precio se fijan como resultado de decisiones administrativas de autoridades locales o nacionales, sobre las cuales los bancos centrales independientes no tienen ninguna influencia. Por otra parte, cuando se presenta un aumento en la inflación que se percibe como permanente, debido a que tiene origen en una fuerte demanda o en un incremento de las expectativas de inflación, la política monetaria es vital para estabilizar los precios y garantizar el crecimiento de largo plazo de la economía. Por lo anterior, en la mayoría de países se construyen indicadores de inflación básica que excluyen tanto aquellos grupos del índice de precios al consumidor (IPC) que se ven afectados por factores transitorios de oferta como los grupos de bienes regulados, con el objeto de observar los efectos que ha tenido la política monetaria sobre la inflación que puede ser controlada por el banco central. En este contexto, a continuación se darán las principales razones por las cuales no se alcanzó la meta de inflación de 2007. En primer lugar, la inflación de alimentos, la cual mantuvo tasas de crecimiento muy superiores al rango meta de inflación durante todo el año pasado, y que culminó en 8,51%, fue el rubro que más contribuyó a la aceleración de la inflación en 2007. La menor oferta de alimentos por factores climáticos (fenómenos de El Niño y de La Niña), el fuerte aumento de la demanda de Venezuela por nuestros alimentos y los altos y notoriamente crecientes precios internacionales de algunos *commodities*, explican parte del incremento en el precio de los alimentos. La fortaleza de la demanda también pudo haber sido en parte la causante para que el rubro de comidas fuera del hogar presentara un crecimiento anual de precios de 7,17%, cifra superior en 137 pb al registrado un año atrás.

El comportamiento mundial en los precios de los alimentos, que en varios países fue una de las causas del incumplimiento de sus metas de inflación, tuvo origen en diversos factores. En primer lugar, los altos precios del petróleo incrementaron los fletes del transporte y los precios de varios agroquímicos. Otro factor fue la transición hacia la producción de otras formas de combustible de origen vegetal, como los biocombustibles a base de caña de azúcar, maíz y otros sucedáneos de éste, oleaginosas, etc.,

que originó aumentos en los precios internacionales de estos bienes y de algunos insumos agrícolas. De igual forma, la demanda mundial por tierras para la agricultura energética se ha incrementado, hecho que ha disminuido la siembra de otros alimentos, en especial los que se destinan al consumo humano disminuyendo su oferta. Por último, la demanda creciente por alimentos de grandes economías emergentes como China e India, también ha contribuido a que los precios internacionales de los alimentos se mantengan en niveles elevados.

Cabe señalar que una buena parte de los incrementos más notables en el consumo de los alimentos en estos mercados emergentes se concentra en las proteínas de origen animal (carnes de bovino y cerdo, pollo, productos de la acuicultura, huevos y leche), cuyas materias primas son las mismas empleadas en la elaboración de los biocombustibles (maíz, caña de azúcar, oleaginosas), precios que a su turno son los que más grandes alzas han registrado entre los *commodities* de origen agrícola.

La duración de los altos precios internacionales de los alimentos y su efecto sobre las expectativas de incremento de precios y la inflación total, fue subestimada por varios bancos centrales, hecho que también ocurrió en Colombia.

Por su parte, la inflación de bienes y servicios regulados (combustibles, transporte y servicios públicos) mantuvo incrementos de precios a lo largo de 2007 muy superiores al rango meta de inflación, y finalizó el año en 6,42%. Este grupo se vio afectado por los altos precios internacionales del petróleo y sus derivados. Adicionalmente, la mayor demanda por turismo interno y externo también contribuyó a elevar los precios de los pasajes terrestres y aéreos.

La medida tradicional de inflación básica que resulta de excluir del IPC el grupo de alimentos, registró incrementos anuales en diez de los doce meses inferiores a 4,5%, y finalizó el año en 4,47%, tasa menor que el límite superior del rango meta de 2007.

Cuando se excluyen los alimentos y los bienes y servicios regulados del IPC, resulta una medida de inflación básica que finalizó el año en 3,95%, indicador que registró durante todo 2007 tasas anuales inferiores al punto medio del rango meta de inflación. Esta última medida de inflación básica se puede dividir en dos grupos: i) los *transables*, definidos como aquellos precios que se ven fuertemente afectados por la tasa de cambio, y ii) los *no transables*, como el resto de bienes y servicios que no se pueden comercializar internacionalmente, en los cuales los precios dependen principalmente de factores internos. Su comportamiento fue el siguiente:

- La inflación de transables se favoreció por la apreciación del peso con respecto al dólar (-12%), lo que le permitió a este grupo cerrar 2007 con una inflación de 2,28%, un poco superior a la registrada en 2006 (1,71%). La fortaleza de la demanda pudo ser la causa para que el rubro no hubiera tenido un comportamiento más coherente con la revaluación del peso.
- La inflación de no transables cerró el año en 5,19% y mantuvo tasas anuales a lo largo de 2007 entre 4,93% y 5,56%. Dicho comportamiento sugiere que las presiones inflacionarias de demanda interna fueron significativas, hecho que se ratifica en la fuerte dinámica del consumo interno, el comercio y la inversión. Los rubros que más contribuyeron a acelerar la inflación entre 2006 y 2007 fueron los servicios relacionados con la diversión, las pensiones de colegios y los servicios bancarios.

**ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
(VARIACIÓN ANUAL)**

Descripción	2006 (1)	2007 (2)	Aceleración: (1) - (2) puntos básicos	Contribución a la aceleración	
				puntos básicos	Porcentaje
Total	4,5	5,7	1,2	1,2	100,0
Alimentos	5,7	8,5	2,8	0,9	74,4
Regulados	6,1	6,4	0,3	0,1	4,1
IPC sin alimentos	3,9	4,4	0,5	0,3	25,6
IPC sin alimentos ni regulados	3,4	4,0	0,5	0,3	21,5
Transables sin alimentos ni regulados	1,7	2,3	0,6	0,1	9,9
No transables sin alimentos ni regulados	4,8	5,2	0,4	0,1	11,6

Fuente: DANE.

DECISIONES DE POLÍTICA EN ENERO DE 2008

En las primeras semanas de enero se conocieron noticias sobre los Estados Unidos, las cuales aumentaron la probabilidad de una recesión en dicho país: las restricciones de crédito al sector corporativo y al consumidor aumentaron; las cifras del mercado laboral se deterioraron; la cotización del petróleo continuó en ascenso, y el precio de las acciones en las bolsas de varias economías desarrolladas presentaron descensos significativos.

Con el anterior escenario, la incertidumbre sobre el tamaño y la duración de una probable recesión en los Estados Unidos, así como su efecto sobre los demás países desarrollados y emergentes, se amplió. En el caso colombiano, un crecimiento muy bajo en la mayor economía del mundo podría afectar la dinámica de nuestras exportaciones, los precios de los bienes básicos, los flujos de capital, la remesas, entre otros.

En estas condiciones, la JDBR decidió mantener inalteradas las tasas de interés a la espera de mayor información sobre el panorama internacional.

No obstante lo anterior, estimaciones del equipo técnico del Banco muestran que en 2007 la economía colombiana pudo haber crecido alrededor de 7%, y que en 2008 es probable que el crecimiento se sitúe a una tasa cercana al promedio del último lustro. Con respecto a la inflación, las proyecciones muestran un alto grado de incertidumbre, asociado principalmente con la evolución de los precios nacionales e internacionales de los alimentos, los cambios en las expectativas y la incidencia de la economía mundial sobre el crecimiento de la demanda agregada colombiana.

La JDBR seguirá haciendo un cuidadoso monitoreo de la situación internacional, del comportamiento y proyecciones de la inflación y del crecimiento y reitera que la política monetaria futura dependerá de la nueva información y de su impacto sobre las expectativas de inflación y la inflación proyectada frente a las metas.

Junta Directiva del Banco de la República



INFORME SOBRE INFLACIÓN

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

GERENCIA TÉCNICA

Hernando Vargas

Gerente

SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Jorge Hernán Toro

Subgerente

DEPARTAMENTO DE PROGRAMACIÓN E INFLACIÓN

Carlos Huertas

Director

SECCIÓN DE INFLACIÓN (*)

Adolfo León Cobo

Jefe

Alejandro Reyes

Édgar Caicedo

José David Pulido

José Luis Torres

Luz Adriana Flórez

Sergio Olarte

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

I. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

La inflación en 2007 cerró el año con tendencia ascendente y por encima del techo del rango meta. Los altos precios de los alimentos y combustibles y los excesos de demanda explican este comportamiento.

Aunque la inflación de no transables sin alimentos ni regulados se redujo en el cuarto trimestre, su nivel continuó siendo superior a las metas.

Las expectativas de inflación a doce meses también culminaron 2007 al alza y por encima del rango meta de 2008.

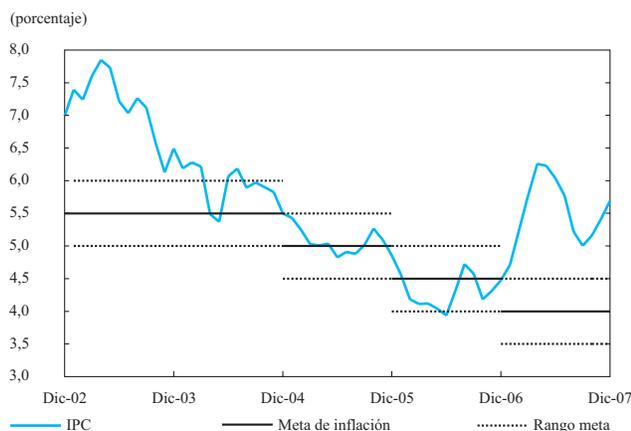
El crecimiento económico se ha moderado, pero mantiene niveles mayores que el previsto en los informes sobre inflación anteriores. El consumo privado también se desaceleró en 2007, aunque su crecimiento superó el promedio del último lustro.

Durante el cuarto trimestre de 2007 la inflación anual mostró una tendencia alcista, pasando de 5,01% en septiembre a 5,69% en diciembre. El nivel de inflación al cierre de 2007 superó el techo del rango-meta establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para dicho año (3,5% a 4,5%), y fue mayor que el registro de diciembre de 2006 (4,48%). Desde 2003 no se incumplía la meta, y desde 1996 la inflación de fin de año no repuntaba con respecto al año precedente (Gráfico 1). Al igual que Colombia, en 2007 muchos países afrontaron un aumento de la inflación con un incumplimiento de sus metas.

La inflación observada tendió a superar los pronósticos realizados por el Emisor para el cuarto trimestre, presentados en el informe de septiembre pasado. En dicho documento se esperaba un resultado para finales de año de 5,0%. Por canastas, la subestimación se concentró en la inflación de alimentos, para la cual se había efectuado un pronóstico de 6,8%, muy inferior al dato finalmente observado (8,5%).

GRÁFICO 1

INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR Y METAS



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Por su parte, el pronóstico de la inflación sin alimentos (4,2%) fue levemente inferior a lo observado (4,4%), con una subestimación importante en la inflación de transables sin alimentos ni regulados, pero con menores discrepancias frente al dato final en el caso de regulados y de no transables sin alimentos ni regulados (Cuadro 1).

La aceleración de la inflación entre diciembre de 2006 y diciembre de 2007 se concentró en los precios de los alimentos (74%); de hecho, todos sus componentes principales, salvo cereales y aceites, contribuyeron al alza. Por su parte, el índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos explicó un 26% de la aceleración de la inflación en el mismo período, con sus tres componentes (transables, no transables y regulados) aportando al aumento (Cuadro 2).

CUADRO 1

INFLACIÓN OBSERVADA Y PRONOSTICADA PARA DICIEMBRE DE 2007

	Pronóstico realizado en septiembre de 2007	Observado
Inflación total	5,0	5,7
Inflación sin alimentos	4,2	4,4
No transables	5,4	5,2
Transables	1,4	2,3
Regulados	6,1	6,4
Inflación de alimentos	6,8	8,5

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

CUADRO 2

DESCOMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN ANUAL
SEGÚN PRESIONES ALCISTAS

Descripción	Ponderación	Crecimiento anual			Participación en la aceleración	
		Dic-06	Sep-07	Dic-07	IV trimestre	Anual
Total	100,00	4,48	5,01	5,69	100,00	100,00
Sin alimentos	70,49	3,95	4,12	4,43	31,65	26,21
Transables	24,67	1,71	1,19	2,28	37,01	10,03
No transables	36,77	4,75	5,55	5,19	(14,80)	11,90
Regulados	9,04	6,12	5,96	6,42	9,44	4,28
Alimentos	29,51	5,68	6,96	8,51	68,35	73,79
Hortalizas, frutas, tubérculos y leche	7,15	2,79	1,35	6,66	63,25	26,13
Cereales, aceites y otros	5,35	9,62	6,61	9,12	21,74	(0,26)
Comidas fuera del hogar y otros	9,52	5,83	8,10	7,65	(4,70)	14,44
Carne de res y sustitutos	7,48	5,81	12,40	11,12	(11,94)	33,49

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

INFLACIÓN GLOBAL, ALIMENTOS Y RIESGOS DE POLÍTICA MONETARIA

Édgar Caicedo
Luz Adriana Flórez*

El año pasado el repunte de la inflación no fue exclusivo de Colombia; también se presentó en un amplio número de economías. Por ejemplo, Chile, uno de los países con más estabilidad económica en Latinoamérica, terminó 2007 con una inflación de 7,8%, registro muy superior al observado en 2006 (2,6%). La Unión Europea, por su parte, alcanzó una inflación de 3,1%, superior al registro de 2006 (1,9%) (Cuadro A). La mayor economía del mundo, los Estados Unidos, alcanzó una inflación de 4,1%, en comparación con un 2,5% del año 2006. Por su parte, para 2007 el registro de la inflación en China (6,9%) fue más de tres veces la registrada en 2006 (1,9%). De esta manera, la inflación mundial fue de 4,8%, 200 pb mayor que la registrada un año atrás.

En muchos países la inflación de 2007 se situó por encima de la metas establecidas por la respectiva autoridad monetaria. La muestra de países seleccionados en el Cuadro A revela que, salvo Brasil, Canadá y México, los demás la incumplieron. El grado de incumplimiento del objetivo inflacionario fue incluso significativo en países como Chile, Perú y Hungría, los cuales habían registrado inflaciones muy bajas y estables en años anteriores.

El repunte de la inflación en la mayoría de economías fue el resultado de los aumentos en los precios de los combustibles y los alimentos, pero no se circunscribió a estos grupos. La inflación básica o subyacente que usualmente no los incluye, y que recoge mejor las acciones de la política monetaria, también aumentó en numerosas economías, superando las metas. Este último resultado es importante de analizar, puesto que estaría demostrando la existencia de otros factores, además de los mencionados, que estarían incidiendo en la expansión de la inflación mundial durante el año pasado.

De acuerdo con la literatura reciente, uno de esos factores sería el aumento del ingreso de los hogares en muchos países, el cual está asociado con el reciente repunte económico global. Esto, sin embargo, no contradice el papel inflacionario desempeñado por los altos precios de los combustibles y los alimentos, puesto que el comportamiento de muchas economías es sensible a la evolución de ambos. En el caso del petróleo, su alto precio ha incrementado los ingresos de los países productores y al mismo tiempo ha encarecido los fletes por carga y los derivados del petróleo. Por otro lado, el aumento de la demanda por

CUADRO A

	Rango meta 2007	Inflación total a diciembre 06	Inflación total a diciembre 07	Inflación básica 2007
Chile	3,0 +/- 1,0	2,6	7,8	6,3
Brasil	4,5 +/- 2,0	2,8	4,2	4,0
México	3,0 +/- 1,0	4,1	3,8	4,0
Colombia	4,0 +/- 0,5	4,5	5,7	4,4
Perú	1,0 - 3,0	1,1	3,9	3,1
Estados Unidos	1,0 - 2,0	2,5	4,1	2,4
Europa	0-2,0	1,9	3,1	1,9
Inglaterra	2,0	3,0	2,1	n.d.
Canadá	2,0 +/- 1,0	1,7	2,4	1,6
China	3,0	1,9*	6,9*	n.d.
Corea	3,0 +/- 0,5	2,1	3,6	2,4
República Checa	3,0 +/- 1,0	1,2	5,5	5,4
Hungría	3,0 +/- 1,0	6,5	7,4	4,8

n.d. no disponible.

Nota: las cifras con asterisco sólo se encuentran disponibles al mes de noviembre.

Fuente: Datastream y bancos centrales.

* Los autores son, en su orden, profesional experto en inflación y profesional del Departamento de Programación e Inflación del Banco de la República.

biocombustibles, que ha resultado de la escasez relativa de las fuentes tradicionales de energía, ha encarecido la tierra, aumentando los costos de producción de alimentos.

De acuerdo con un estudio reciente del Fondo Monetario Internacional (FMI), la inflación de alimentos ha contribuido, a su vez, a impulsar los precios de otros bienes¹. Dicho estudio sugiere que los precios de los alimentos son un determinante importante en la evolución de la inflación de los bienes no alimentarios a través de múltiples canales indirectos, especialmente en economías emergentes y en países de bajos ingresos. Por ejemplo, se estima que un alza temporal de 1 pp en la inflación de alimentos se incrementaría el IPC sin alimentos entre 0,1 y 0,9 pp. El impacto es mayor en la medida en que crece la participación de los alimentos en el gasto total de consumo.

En consecuencia, en la medida en que el choque de los precios de los alimentos y los combustibles sobre el resto de la canasta sea significativo, un banco central, con un esquema de metas de inflación, tendría que contener las presiones inflacionarias vinculadas con el incremento de estos precios.

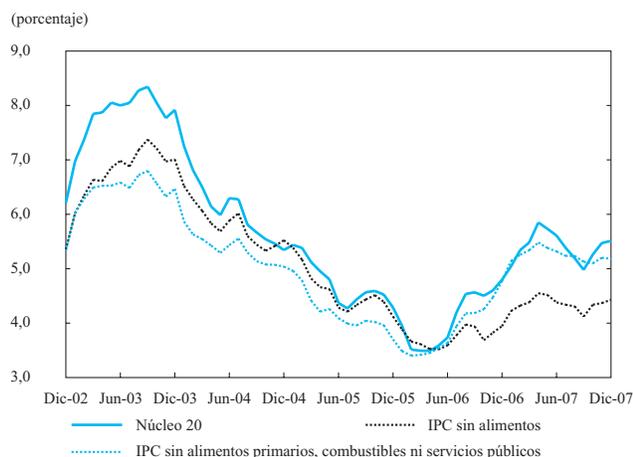
¹ Los precios de los alimentos transmitirían parte de sus incrementos al resto de la canasta vía mayores costos de los insumos agrícolas destinados para la industria y vía ajustes salariales adicionales que buscan mantener su poder adquisitivo.

A. INFLACIÓN BÁSICA

La inflación básica, medida como el promedio de los tres indicadores estudiados regularmente por el Banco (núcleo 20, IPC sin alimentos, IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos), se situó en diciembre en 5%, superando en 30 puntos básicos (pb) el registro de septiembre y en más de 50 pb el de diciembre de 2006. Los tres indicadores presentaron una tendencia alcista desde la segunda mitad de 2006, alcanzando un nivel máximo en abril de 2007. A partir de mayo se observó un ligero descenso, el cual se revirtió en octubre, cuando los tres indicadores repuntaron.

GRÁFICO 2

INDICADORES DE INFLACIÓN BÁSICA VARIACIÓN ANUAL



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

El núcleo 20 (5,5%) fue el indicador que terminó el año con el mayor nivel y el que más se incrementó con respecto al registro de septiembre pasado (5,0%). Este indicador, junto con el IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos (5,18%), superaron el rango meta establecido para el año 2007. Por el contrario, el IPC sin alimentos terminó ligeramente por debajo del techo del rango meta, aunque 50 pb por encima del registro de diciembre de 2006 (Gráfico 2).

Al descomponer el IPC sin alimentos entre transables, no transables y regulados, se observa que la mayor presión alcista sobre precios en el último trimestre de 2007 provino del componente transable, y en menor medida de los regulados (gráficos 3 y 4, y Cuadro 2). A finales del año los transables sin alimentos ni regulados resultaron afectados por ajustes realizados a la

telefonía residencial, a algunos productos de aseo, a los pasajes aéreos y a las baterías. A pesar de lo anterior, durante todo el año esta subcanasta mantuvo una inflación muy baja, en relación con la meta, favorecida por la apreciación del peso (-12% en promedio para 2007) (Gráfico 3).

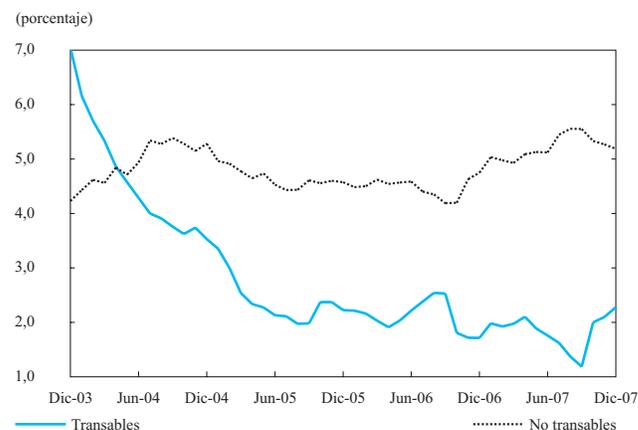
Por su parte, la inflación anual de regulados pasó de 6,0% en septiembre a 6,4% en diciembre. Este grupo se vio afectado a lo largo de 2007 por los continuos aumentos en el precio interno de la gasolina, lo cual hizo que terminara muy por encima del objetivo inflacionario del Emisor. Dentro de este grupo, los combustibles y los servicios públicos fueron los rubros que más contribuyeron a acelerar la inflación en el cuarto trimestre (Gráfico 4). Para 2008 se espera que la inflación de regulados siga relativamente alta como consecuencia de los altos precios del petróleo; sin embargo, los reajustes en combustibles no necesariamente serán mayores que los de 2007, de acuerdo con anuncios recientes del Gobierno.

En el último trimestre del año los no transables sin alimentos ni regulados no presionaron al alza la inflación: de hecho, el resultado a diciembre fue 5,2%, por debajo del dato de septiembre (5,6%). Este grupo también superó la meta de 2007, y esto se explica porque sus precios estuvieron afectados, en buena parte, por presiones de demanda interna, a juzgar por el buen desempeño del consumo privado y de la inversión. Dentro de los no transables, los rubros que más contribuyeron a acelerar la inflación en el último trimestre del año fueron los servicios relacionados con la diversión, los juegos de azar y los servicios de mecánica. A pesar de lo anterior, la inflación anual de arriendos se redujo en los últimos meses del año pasado, lo que indicaría menores presiones sobre precios, quizá como resultado del importante crecimiento observado en la oferta de vivienda.

B. INFLACIÓN DE ALIMENTOS

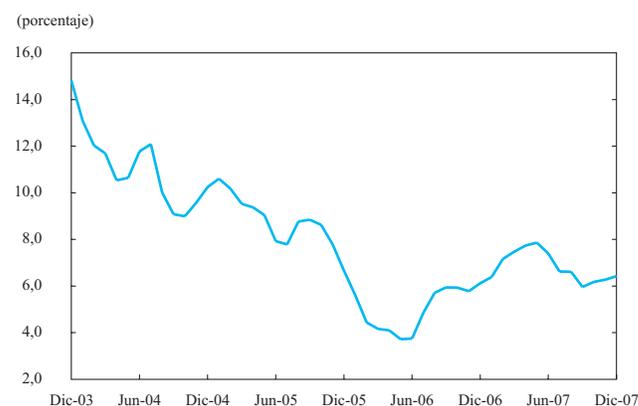
En años recientes los alimentos han venido exhibiendo ajustes de precios que superan la inflación promedio, y 2007 no fue la excepción, ya que este comportamiento se acentuó. Durante los cuatro últimos trimestres la inflación de este grupo de bienes fue muy alta comparada con las metas, repuntando fuertemente entre enero y abril, con un alivio entre junio y septiembre, pero con un incremento

IPC DE TRANSABLES Y NO TRANSABLES SIN ALIMENTOS NI REGULADOS



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

IPC DE REGULADOS VARIACIÓN ANUAL



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 5

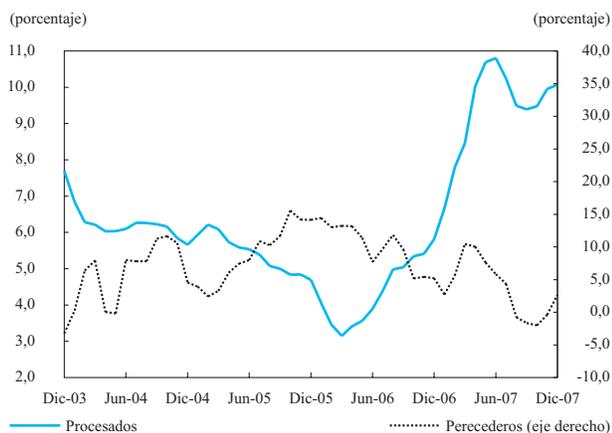
IPC DE ALIMENTOS
VARIACIÓN ANUAL



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 6

DESCOMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS
VARIACIÓN ANUAL



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

importante a partir de octubre. En particular, frente a septiembre (7,0%) el aumento de la inflación anual de alimentos fue de 151 pb.

En diciembre todos los principales componentes del grupo de alimentos presentaban ajustes de precios para el año completo por encima de la meta de 2007, y dos de ellos, los productos primarios y los importados (cereales, aceites y otros), experimentaron inflaciones anuales superiores a las que se observaron un trimestre atrás. Como resultado de lo anterior, el grupo de alimentos explica cerca de tres cuartas partes del total del incremento de la inflación durante el último trimestre (Cuadro 2). Es relevante anotar que el impulso alcista de precios en los alimentos provino tanto de los bienes procesados como de los perecederos. En los últimos tres meses de 2007 algunas verduras explican el repunte en esta última subcanasta. En los procesados o semiprocessados el ajuste en la leche y el aceite es el principal responsable de la dinámica alcista (gráficos 5 y 6).

El mal desempeño de los alimentos en materia de inflación en 2007 fue un fenómeno que obedeció a diversos factores: 1) El Niño (primeros meses de 2007) y la Niña (segundo semestre de 2007) impactaron negativamente el abastecimiento de alimentos, especialmente de leche, hortalizas, frutas y tubérculos. 2) La mayor demanda y producción de biocombustibles presionaron al alza los precios internacionales de algunos alimentos e insumos agrícolas. A esto se sumó la gran demanda por alimentos proveniente de China e India; todo lo cual mantuvo los precios internacionales en niveles récord. 3) Los altos precios del petróleo han incrementado los fletes del transporte y los precios de varios agroquímicos. 4) El aumento de la demanda externa de Venezuela habría desviado parte de la oferta interna de alimentos hacia el vecino país, tal como sucedió con la carne de res a comienzos de 2007. 5) Finalmente, la fortaleza de la demanda interna, que habría contribuido a impulsar los precios de algunos bienes y servicios, en especial, de las comidas fuera del hogar, las cuales cerraron 2007 con un ajuste superior al 7%.

Varias de las anteriores tendencias podrían mantenerse en 2008. A ello se sumaría la consolidación de la fase de retención ganadera, la cual se caracteriza por menor oferta y precios reales al alza de la carne. Adicionalmente, y de acuerdo con la información más reciente de la National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA), de los Estados Unidos, y del Centro Internacional para la Investigación del Fenómeno de El Niño (Ciifen), se prevé la presencia de un

fenómeno de La Niña durante el primer semestre del año, lo que puede generar dificultades de abastecimiento de algunos alimentos, debido a lluvias más intensas que las normales.

C. PRESIONES INFLACIONARIAS EN 2007

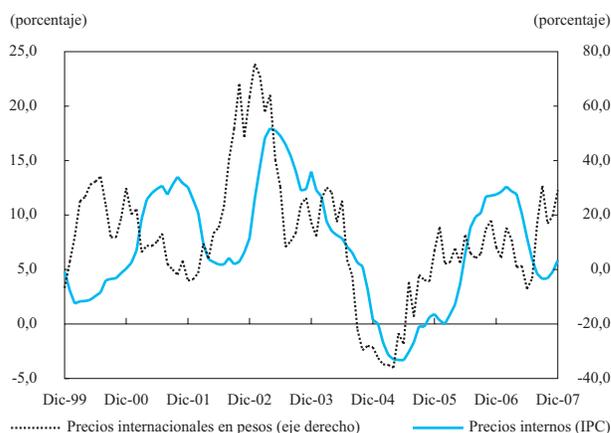
Una combinación de factores, en muchos casos difíciles de cuantificar y de aislar, se presentaron a lo largo de 2007 y explican por qué en Colombia la inflación tendió a aumentar y a exceder las metas establecidas por la autoridad monetaria. Los más importantes son:

1. La inflación ha sido influenciada por los fuertes incrementos en los precios de los combustibles y su efecto sobre los precios de los alimentos, los insumos y el transporte. En el pasado los precios internos de los alimentos han estado ligados a la evolución de los precios internacionales y del tipo de cambio: el Gráfico 7 muestra esta relación para un grupo de alimentos transables que representa el 14% del IPC de alimentos. La relación entre precios externos y precios internos es de largo plazo, como se ve con el comportamiento de los precios relativos (Gráfico 8). Cabe resaltar que dicho fenómeno no es exclusivo de Colombia, ya que se observa en muchos otros países.
2. La fortaleza de la demanda agregada que, con un crecimiento que superó ampliamente los registros históricos, presionó varios precios al consumidor. La situación más clara se observó en los bienes y servicios no transables: una buena parte de ellos presentó ajustes superiores a la meta y mayores que los de 2006. Pero también otros bienes como los transables y los alimentos habrían sido afectados en alguna magnitud. Las presiones de demanda superaron las previsiones de los informes de inflación anteriores, a juzgar por la subestimación de la inflación de no transables durante buena parte de 2007.

El fenómeno de El Niño fue otra presión alcista, pero que se limitó al primer semestre de 2007. Durante la segunda mitad buena parte de los precios de los alimentos primarios más afectados habían retornado a sus niveles previos al choque.

GRÁFICO 7

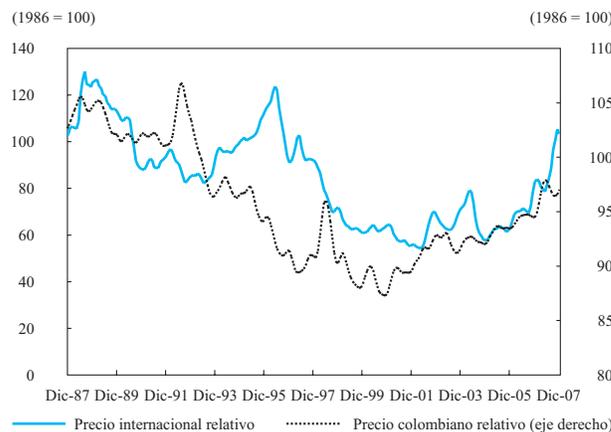
PRECIOS DE LOS ALIMENTOS TRANSABLES
VARIACIÓN ANUAL



Fuente: Datastream y DANE.

GRÁFICO 8

PRECIO INTERNACIONAL RELATIVO DE ALIMENTOS,
FRENTE AL PRECIO COLOMBIANO RELATIVO
DE ALIMENTOS



Nota: el precio internacional (colombiano) relativo de alimentos es calculado como el precio de alimentos internacional (nacional) dividido por la inflación estadounidense (colombiana). Fuente: Datastream y DANE, cálculos de los autores.

Compensando las anteriores presiones alcistas se encuentra la apreciación del tipo de cambio, la cual disminuyó la transmisión de los incrementos de los precios externos de materias primas y alimentos a los precios internos y permitió mantener la inflación de transables en niveles bajos.

D. FACTORES QUE DETERMINAN LA INFLACIÓN

1. Demanda agregada

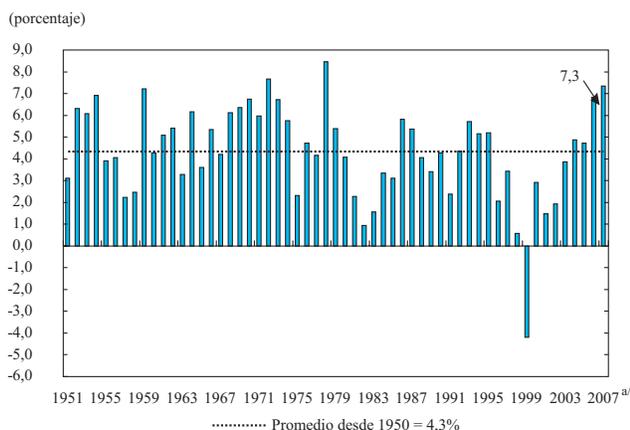
El crecimiento anual registrado para el PIB en el tercer trimestre de 2007 fue 6,6%, superior en 0,6 puntos porcentuales (pp) al proyectado en el informe anterior. Este dato muestra que la economía colombiana se ha estado desacelerando de manera gradual desde el segundo trimestre del año, pero de forma más lenta que lo pronosticado por el Banco de la República. Aún así, el crecimiento continúa siendo alto en términos históricos: el Gráfico 9 muestra cómo el incremento anual observado en lo corrido de 2007 a septiembre está 3 pp por encima del crecimiento promedio registrado desde 1951 (4,3%).

Desde el punto de vista del gasto, la expansión del PIB en el tercer trimestre de 2007 continuó impulsada principalmente por la demanda interna, y en especial por la inversión en obras civiles, gracias a diversos proyectos de infraestructura vial adelantados por el Gobierno central. Si bien el resto de la formación bruta de capital también creció a un buen ritmo, éste resultó menor que el presentado en períodos anteriores, debido a la caída registrada en la construcción de edificaciones en el segundo y tercer trimestres: -1,9% y -8,4%, respectivamente (Cuadro 3). El consumo de los hogares continuó ampliándose a tasas altas durante el tercer trimestre (6,6%), pero a un ritmo más moderado que el del segundo trimestre (Cuadro 3). La desaceleración en el consumo se concentró en los bienes no durables y semidurables —en conjunto pasaron de crecer 9,2% en diciembre de 2006 a 5,2% en septiembre de 2007—, mientras que el consumo de bienes durables continuó acelerándose en septiembre.

Por otra parte, las exportaciones totales en dólares aumentaron a octubre, a una tasa anual acumulada a doce meses de 17,4%, siendo el crecimiento de las no tradicionales (22,2%) el más importante, frente al de las tradicionales (12,5%) (Gráfico 10). En estas últimas las más sobresalientes han sido las de carbón y ferromniquel, con aumentos de 17,5% y 69,0%, respectivamente. El buen año cafetero y los elevados precios internacionales del grano permitieron una recuperación importante de las exportaciones de café (11,9%). El rubro de petróleo y derivados, el cual venía contrayéndose desde mayo, puntó a una tasa moderada y positiva de 2,0% en octubre.

GRÁFICO 9

CRECIMIENTO ANUAL REAL DEL PIB



a/ A septiembre.

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

En el tercer trimestre de 2007 el PIB en Colombia continuó impulsado por la demanda interna.

Por destino en dólares, las exportaciones a Venezuela siguieron mostrando una gran fortaleza en la mayoría de los productos, pero sobre todo en alimentos (Gráfico 11). En conjunto, las ventas a este mercado crecían en octubre a una tasa de 75,4%, mayor que la de meses anteriores. Las exportaciones a Ecuador, que venían decreciendo lentamente desde el mes de septiembre de 2006,

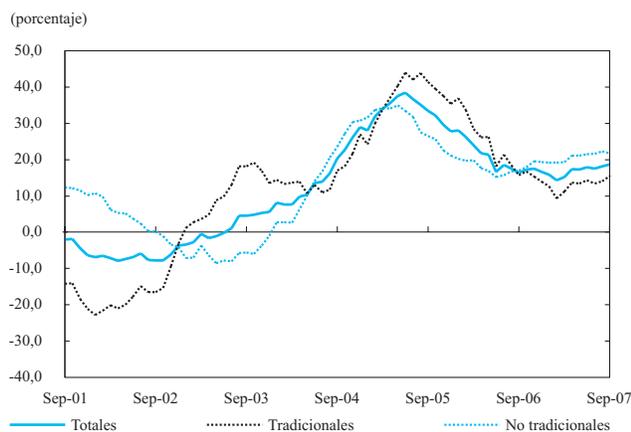
CRECIMIENTO REAL ANUAL DEL PIB POR TIPO DE GASTO, 2006 Y 2007 (PORCENTAJE)

	2006	2007		
		Mar-07	Jun-07	Sep-07
Consumo final	5,6	6,0	6,2	6,4
Hogares	6,6	8,0	7,5	6,6
Gobierno	2,1	(0,4)	1,9	5,6
Formación bruta de capital	26,9	32,8	20,9	14,2
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	18,2	29,0	14,5	15,0
FBCF sin obras civiles	18,4	24,6	13,1	13,8
Obras civiles	17,2	45,6	19,9	19,6
Variación de existencias	202,6	70,5	77,7	8,6
Demanda interna	9,8	11,7	9,6	8,3
Exportaciones totales	7,8	7,4	5,2	6,5
Importaciones totales	20,8	21,3	15,9	13,1
PIB	6,8	8,4	7,1	6,6

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 10

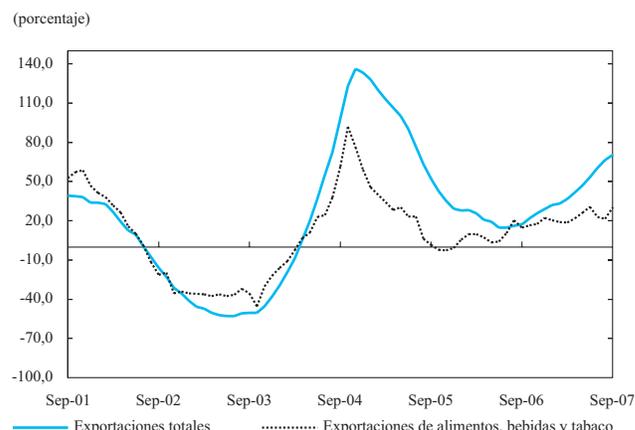
EXPORTACIONES TOTALES, TRADICIONALES Y NO TRADICIONALES EN DÓLARES (CRECIMIENTOS ANUALES DE LOS ÚLTIMOS DOCE MESES)



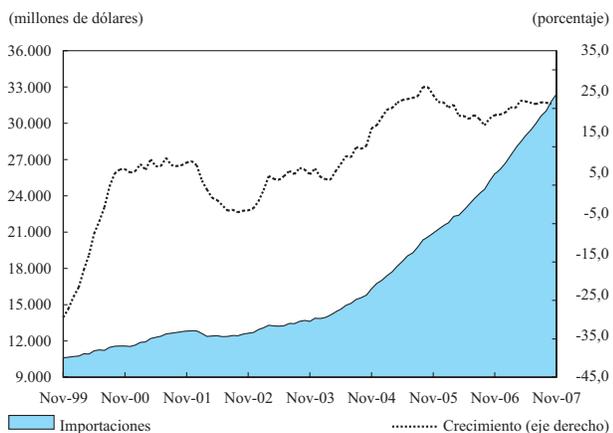
Fuente: DANE.

GRÁFICO 11

EXPORTACIONES A VENEZUELA EN DÓLARES (CRECIMIENTOS ANUALES DE LOS ÚLTIMOS DOCE MESES)



Fuente: DANE.

**IMPORTACIONES TOTALES
(ACUMULADO DOCE MESES)**


Fuente: DANE.

recientemente comenzaron a registrar tasas de crecimiento positivas. De los grandes compradores de productos colombianos, los Estados Unidos es quizá el único que presenta un desempeño pobre, con disminuciones en el valor de las exportaciones en los últimos meses recientes, en particular en sectores como el textil, confecciones, madera y banano. Es en este último mercado donde probablemente las exportaciones colombianas enfrentan una mayor competencia y la apreciación podría estar golpeando las ventas hacia ese país. De todas maneras, los deficientes resultados de las exportaciones hacia los Estados Unidos parecerían estar siendo compensados por las ventas a Venezuela.

Con respecto a las importaciones, en noviembre éstas continuaron aumentando fuertemente, aunque a un ritmo algo menor que el presentado hacia abril de 2007 (Gráfico 12). El análisis por tipo de bienes, según la clasificación de uso o destino económico (Cuode), muestra que el grupo de bienes de consumo es el que más claramente exhibe este comportamiento, pasando de incrementos de 35,3% acumulado doce meses en abril a 28,2% en noviembre. Los bienes intermedios también mostraron un menor ritmo de expansión en noviembre 22,8%, frente a su máximo en junio (24,5%). Las importaciones de bienes de capital continuaron creciendo a tasas cercanas a 27,0%. La composición porcentual de las importaciones se mantiene así: los bienes de capital representan el 36% del valor total importado, las materias primas el 43% y los bienes de consumo el 21%.

En general, al tercer trimestre la economía continuaba favorecida por tres factores, principalmente: i) una amplia disponibilidad de crédito, a pesar del aumento de 2 pp de la tasas de referencia del Banco de la República durante 2007: aunque se ha desacelerado, el crédito continuaba creciendo a tasas importantes (véase el Capítulo 2); ii) un alto nivel de confianza en la economía por parte de los agentes, respaldado en las mejores condiciones de empleo, tal como lo sugiere la caída en la tasa de desempleo a nivel nacional durante todo 2007, y iii) unas condiciones externas favorables, gracias, entre otros, a la dinámica del comercio con Venezuela y a las entradas de capitales por inversión extranjera directa (IED).

Dadas las condiciones mencionadas anteriormente, y las cifras observadas hasta septiembre, los pronósticos de crecimiento para todo 2007 están en un rango entre 6,7% y 7,3%, con un escenario más probable de 7,0%. Estos pronósticos son un poco mayores que los presentados en el informe pasado (6,7% para la proyección más probable). El nuevo rango continúa siendo compatible con una moderación en el ritmo de actividad económica durante el cuarto trimestre y, en particular, con alguna desaceleración del consumo de

*El PIB habría crecido
ente 6,7% y 7,3% en
todo 2007.*

los hogares siguiendo la tendencias recientes. En materia de inversión, se espera un bajo crecimiento de la actividad edificadora en términos anuales, pero no una contracción, como la que se habría presentado en los dos trimestres anteriores, según la información del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) (Cuadro 4).

Los pronósticos enfrentan mayores riesgos hacia el alza por varias razones:

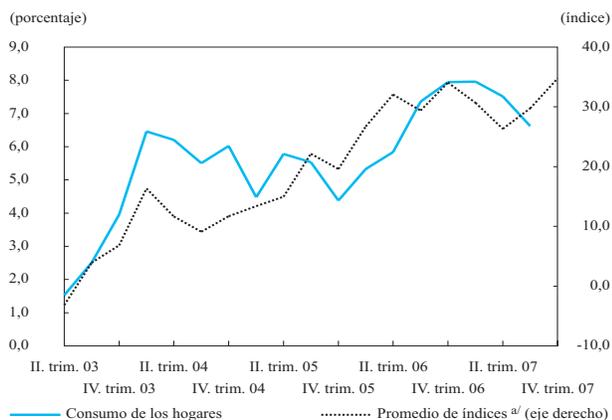
1. El consumo del Gobierno para el cuarto trimestre podría estar subestimado, dado que el segundo semestre de 2007 fue un período de elecciones y de culminación de gobiernos locales. Cabe señalar que el pronóstico puntual contempla un crecimiento para finales de año inferior al del tercer trimestre.
2. El buen comportamiento de los indicadores de construcción, tales como las licencias y despachos de cemento hasta noviembre, puede sugerir un sector de construcción de edificaciones más dinámico que el previsto en el pronóstico central.
3. El indicador de confianza de Fedesarrollo, el cual tiene una correlación alta con el comportamiento del consumo de los hogares, se aceleró en el cuarto trimestre, en comparación con el tercero. Esto puede anticipar un consumo privado mayor al previsto (Gráfico 13).

CUADRO 4

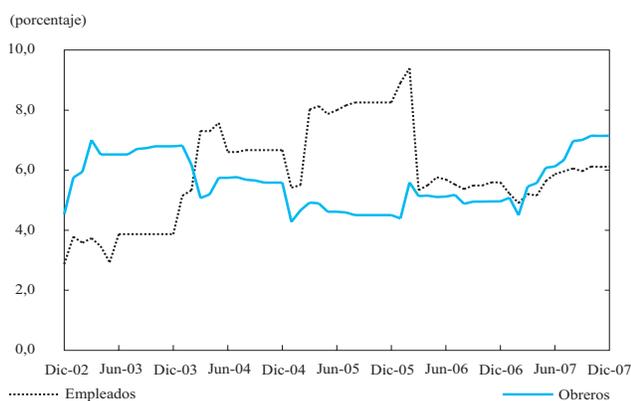
CRECIMIENTO REAL ANUAL DEL PIB POR TIPO DE GASTO, 2004-2007
(PORCENTAJE)

	2004	2005	2006	2007
Consumo final	4,8	4,9	5,6	5,9
Hogares	6,0	5,0	6,6	7,0
Gobierno	1,1	4,3	2,1	2,4
Formación bruta de capital	15,6	18,7	26,9	20,1
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	15,0	18,9	18,2	18,6
FBCF sin obras civiles	22,0	16,7	18,4	16,9
Obras civiles(7,9)	28,7	17,2	25,4	
Variación de existencias	28,0	13,8	202,6	31,7
Demanda interna	6,6	7,4	9,8	9,2
Exportaciones totales	10,0	7,0	7,8	6,0
Importaciones totales	19,8	19,9	20,8	15,1
PIB	4,9	4,7	6,8	7,0

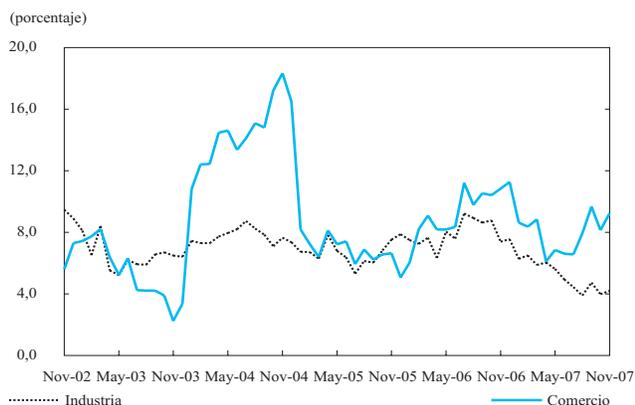
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

CONSUMO DE LOS HOGARES Y ENCUESTA DE CONSUMO DE FEDESARROLLO


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

A. ÍNDICE DE SALARIOS PARA LA CONSTRUCCIÓN PESADA, VARIACIÓN ANUAL


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

B. COSTOS SALARIALES NOMINALES EN LA INDUSTRIA Y EL COMERCIO, VARIACIÓN ANUAL


Fuente: DANE-MMCP-MMM.

2. Costos salariales y mercado laboral

La información sobre la evolución de los costos salariales durante el segundo semestre es ambivalente. Mientras que en la construcción, y sobre todo en el comercio, los ajustes salariales se aceleraron, en la industria el comportamiento fue el opuesto (Gráfico 14). Según la encuesta de comercio al por menor, los salarios nominales del sector crecían 9,2% en noviembre, un tasa alta comparada con la meta de inflación. Por el contrario, en la industria, un renglón menos intensivo en mano de obra que los anteriores, el ajuste era de solo 4,2%, similar a la meta. Por grado de preparación, la encuesta de la construcción sugiere que los salarios de la mano de obra calificada se ajustaban a un ritmo mayor que los de la mano de obra poco calificada, y que la tendencia hacia la aceleración de los primeros es más fuerte que la de los segundos.

Por otro lado, las cifras de empleo de la Encuesta de hogares del DANE para el período septiembre-noviembre muestran una importante dinámica en la creación de empleo: las tasas de ocupación nacional y trece ciudades principales subieron 3,2 y 3,5 pp respectivamente, un ajuste significativo dada la historia de cada serie. Este fenómeno, que refleja una evolución muy favorable de la demanda de trabajo por parte de las firmas productivas, en sintonía con la fortaleza de la economía, puede tener un sesgo por sobrestimación en los ocupados, asociado con los cambios metodológicos efectuados en 2006 en la recolección de la información y con las modificaciones adicionales efectuadas a finales de 2007.

Con datos a diciembre, el incremento en los ocupados (8,1%) compensó la subida de la tasa de participación, haciendo posible que la tasa de desempleo se redujera en forma notoria a niveles no vistos en la presente década: para el total nacional a 9,8% y para las trece ciudades principales a 9,9% (Cuadro 5). Cabe señalar que los últimos datos muestran una gran aceleración en los trabajadores por cuenta propia, y una leve desaceleración en los trabajadores asalariados.

Otras fuentes que evalúan el comportamiento del mercado laboral confirman el dinamismo del empleo en la segunda mitad del año: así, en el comercio, de

INDICADORES DEL MERCADO LABORAL

	Trimestre: octubre-noviembre-diciembre					Diferencia 2006 y 2007
	2003	2004	2005	2006	2007	
Tasa global de participación						
Nacional	63,0	60,7	60,8	56,8	59,0	2,2
Trece ciudades	65,4	63,1	63,5	59,6	61,5	1,9
Tasa de ocupación						
Nacional	54,8	53,4	54,6	50,3	53,2	2,9
Trece ciudades	55,8	54,5	55,8	52,3	55,4	3,1
Tasa de desempleo						
Nacional	13,1	12,1	10,2	11,4	9,8	(1,6)
Trece ciudades	14,8	13,7	12,1	12,3	9,9	(2,4)

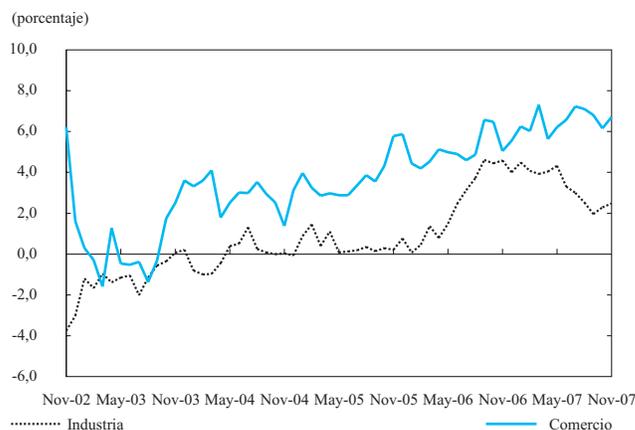
Fuente: DANE-GEIH.

acuerdo con la encuesta sectorial, esta variable completó dos años expandiéndose por encima del 5% anual, mientras que en la industria la misma completó seis trimestres creciendo a tasas superiores al 2% (Gráfico 15).

Con respecto a la productividad del trabajo, los indicadores disponibles muestran un quiebre en las tendencias a lo largo del segundo semestre, luego de varios años de crecimientos importantes. Así, una vez se ajusta por el ciclo económico, el crecimiento de la productividad empieza a acercarse a su promedio histórico. Este nuevo comportamiento es el resultado del mayor dinamismo del empleo en relación con el producto. Conviene señalar que la productividad laboral en Colombia ha crecido a una tasa anual promedio de 4,4% en la industria desde 1980 y de 4,3% en el comercio desde 2000. No sobra advertir que estas medidas están circunscritas a dichos sectores y que no necesariamente se pueden generalizar al resto de la economía.

Así las cosas, la actual coyuntura se caracteriza por un empleo dinámico y por unos ajustes salariales superiores a las metas de inflación que cobijan a un número importante de trabajadores; todo ello en momentos cuando la productividad se modera. Estas circunstancias aumentan la probabilidad de que en 2008 se observe un mercado laboral estrecho, quizá como no se ha visto en lo corrido de la década actual. La materialización de este riesgo

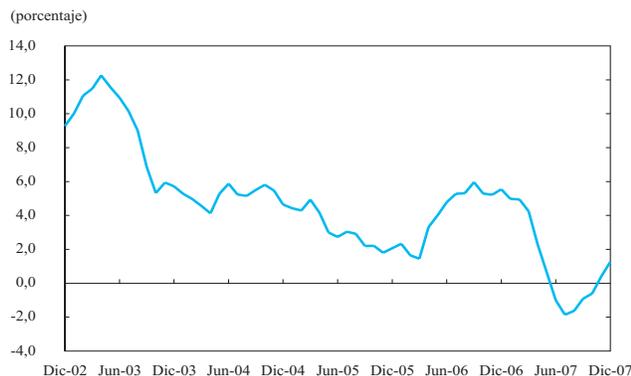
GRÁFICO 15

EMPLEO EN LA INDUSTRIA Y EL COMERCIO
VARIACIÓN ANUAL

Fuente: DANE-MMCP-MMM.

GRÁFICO 16

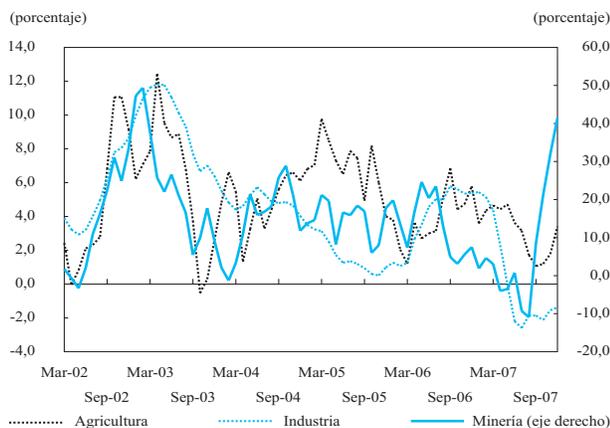
IPP TOTAL, VARIACIÓN ANUAL



Fuente: DANE.

GRÁFICO 17

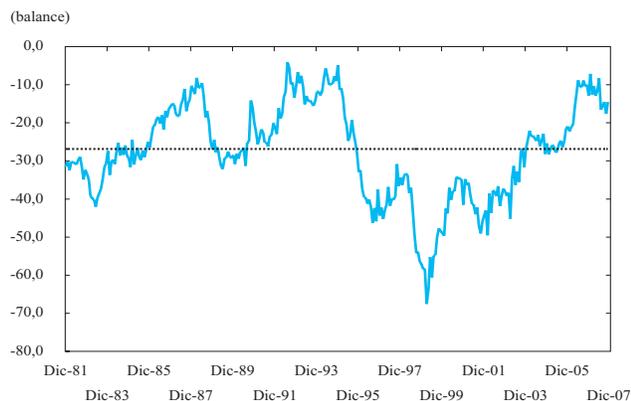
IPP POR COMPONENTES, VARIACIÓN ANUAL



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

GRÁFICO 18

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



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

dependerá de cuán sólido sea el crecimiento de la economía y de qué tanto siga impulsando el empleo.

3. Otros costos

El índice de precios al productor (IPP) total, como indicador de los costos no salariales, muestra una aceleración a lo largo del trimestre, aunque desde niveles bajos: entre septiembre y diciembre su inflación pasó de -0,9% a 1,3% (Gráfico 16). La inflación al productor se mantuvo en terreno negativo durante buena parte de 2007 gracias a la apreciación del tipo de cambio, la cual compensó presiones provenientes de los precios de las materias primas y del petróleo. Para finales de año, sin embargo, estos últimos factores empezaron a ganar importancia en la medida en que la apreciación del peso se frenó y que los precios internacionales aumentaron con mayor celeridad.

De acuerdo con el IPP por ramas de actividad económica, se nota una fuerte aceleración de los precios de la minería debido al alza en los precios del petróleo, y a alguna aceleración del IPP de la agricultura, probablemente como resultado del aumento de los precios internacionales (Gráfico 17).

Si se descompone el IPP de acuerdo con la procedencia de los bienes, se observa que los precios de las materias primas nacionales explicaron en mayor medida la aceleración de la inflación al productor en los últimos tres meses. Dentro de esta subcanasta se destacan el petróleo, el gas natural, los productos de origen animal y el equipo de transporte.

4. Excesos de capacidad productiva

Los diferentes indicadores sugieren que en el cuarto trimestre de 2007 la actividad económica se desaceleró un poco frente al dinamismo de los tres trimestres anteriores, y que esto se dio simultáneamente con una reducción en la utilización de la capacidad productiva, que no obstante se mantuvo en niveles históricamente altos. El Gráfico 18, por ejemplo, muestra cómo los industriales consideraron que sus empresas enfrentaban menos problemas para

atender la demanda esperada durante el segundo semestre, frente a lo que acontecía a comienzos de 2007 o a finales de 2006. Simultáneamente, los indicadores de utilización de capacidad instalada para la industria (UCI) de la Asociación Nacional de Industriales Colombianos (ANDI) y de Fedesarrollo se redujeron levemente en los últimos meses, en comparación con los niveles máximos históricos observados en 2006.

En 2007 la utilización de capacidad instalada se mantuvo en niveles altos, aunque con una leve tendencia decreciente.

La agregación de estas y otras variables mediante la metodología de componentes principales confirma la tendencia decreciente de la UCI en 2007: por ejemplo, indicadores como las horas extra trabajadas en la industria y las ventas al por menor han dejado de aumentar o acelerarse. Así las cosas, el escenario central para este informe supone que la UCI decrecerá ligeramente en 2008, de manera similar a lo ocurrido en 2007. Este pronóstico, sin embargo, está acompañado de un rango de incertidumbre importante, dado que en el pasado los indicadores relevantes han mostrado mucha variabilidad.

Ahora bien, aunque la intensidad en la utilización del capital ha disminuido un poco, la del trabajo ha aumentado, tal y como lo sugiere la fuerte expansión del empleo y la caída de la tasa de desempleo a un dígito en los últimos meses. Esta tendencia, de mantenerse, podría conducir a un mercado laboral más estrecho y al eventual surgimiento de presiones sobre los salarios (Gráfico 19).

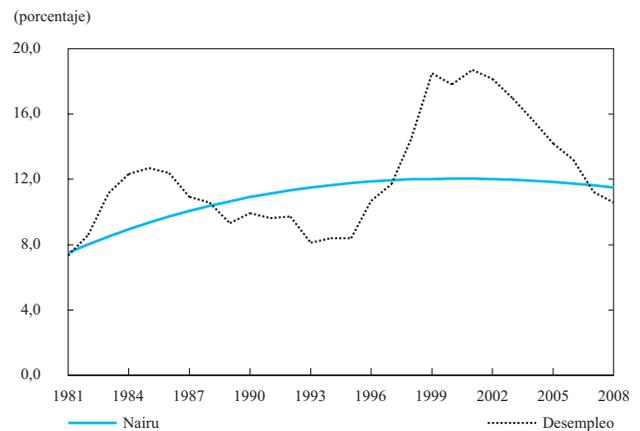
En resumen, para 2008 se anticipa una utilización menos intensiva del capital que en 2007, pero una más intensiva del trabajo. Dado esto, junto con el crecimiento económico esperado (véase el Capítulo 3), la productividad total de los factores perderá participación en la variación del PIB.

En términos de brecha del producto, los modelos del Banco sugieren que ésta se habría situado en 2,8% para el promedio de 2007, un número ligeramente mayor que el estimado en el informe de septiembre. Para 2008 los modelos indican que la brecha tendería a reducirse, con lo cual podrían comenzar a atenuarse las presiones inflacionarias de demanda.

La estimación de una brecha positiva y alta es consistente con el repunte que han tenido las diferentes medidas de inflación básica desde mayo de 2006 y durante buena parte de 2007, y con el aumento de la inflación de no transables en este último año, por encima del rango meta establecido por la JDBR. Así, es posible afirmar que el alto crecimiento de la demanda, observado desde hace varios trimestres, ha conducido al surgimiento de presiones inflacionarias, que no fueron contenidas en su totalidad por las ganancias en productividad o por el fuerte incremento de la inversión en años anteriores.

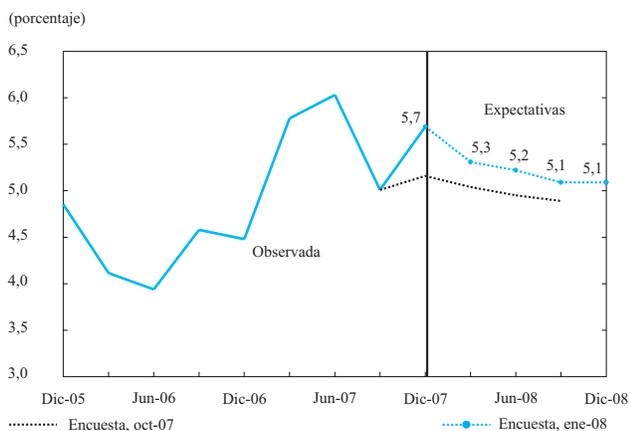
GRÁFICO 19

TASA DE DESEMPLEO Y NAIRU



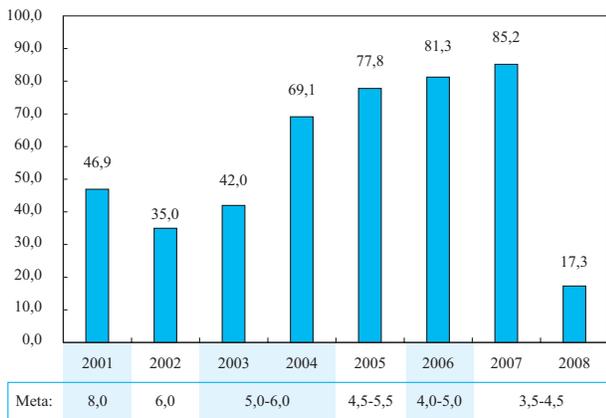
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: Banco de la República -Encuesta trimestral de expectativas.

PORCENTAJE DE CREDIBILIDAD EN LA META DE INFLACIÓN, 2001 A 2008 (ENCUESTA REALIZADA EN ENERO DE CADA AÑO)



Fuente: Banco de la República -Encuesta trimestral de expectativas.

5. Expectativas de inflación

Las expectativas de inflación tendieron al alza en los últimos meses del año, siguiendo los aumentos de la inflación observada. De acuerdo con la encuesta mensual realizada por el Banco de la República a los bancos y comisionistas, a comienzos de enero las expectativas a doce meses se situaban en 4,7%, frente a 5,0% registrado en septiembre, y por encima del techo del rango meta para este año.

Por su parte, las expectativas a doce meses obtenidas a partir de la encuesta trimestral del Banco pasaron de 5,7% con los datos recogidos en octubre a 5,1% con la encuesta efectuada a comienzos de enero de 2008. En general, las expectativas a diferentes horizontes aumentaron entre 20 y 30 pb con respecto a la encuesta de octubre (Gráfico 20). La misma encuesta sugiere que la credibilidad de la meta de inflación a comienzos de 2008 era baja —solo 17% de los encuestados consideraban que era posible cumplirla—, siendo inferior a la observada en años anteriores (Gráfico 21).

En general, las expectativas de inflación se mantuvieron altas y por encima de las metas de 2007 durante buena parte del año. De mantenerse esta situación a comienzos de 2008 puede obstaculizar de manera importante la tarea de reducir la inflación en los próximos trimestres. Entre otras razones porque sugiere que el aumento de la inflación en 2007, en parte ocasionado por factores transitorios ajenos a la política monetaria, estaría adoptando un carácter más permanente.

¿CÓMO FIJAN LOS PRECIOS LAS FIRMAS COLOMBIANAS?

Juan Manuel Julio*

Por diversas razones las firmas no ajustan los precios de sus bienes y servicios de manera inmediata ante cambios inesperados de oferta y demanda. A esta falta de sensibilidad se le denomina *rigidez nominal de los precios*. El Gráfico R1 muestra las sendas de precios de cinco firmas que producen un bien particular del índice de precios al productor (IPP). En ésta se puede observar que: 1) diferentes firmas mantienen sus precios constantes por longitudes de tiempo distintas, lo cual implica que en un mes (promedio) la frecuencia de cambio de precios es reducida; 2) hay una frecuencia sorpresivamente alta de disminuciones de precios; 3) hay una frecuencia alta de cambios porcentuales de gran tamaño, y 4) los cambios de precios tienden a no estar sincronizados.

La existencia de rigideces de precios se reconoce como uno de los supuestos más importantes en el diseño de modelos para la conducción de la política monetaria. Estudios teóricos han demostrado que el grado de rigidez de los precios influye sobre la reacción de las variables macroeconómicas ante innovaciones de oferta y demanda y, en consecuencia, son una fuente importante de la *no neutralidad de la política monetaria*¹. De igual forma, la rigidez de los precios tiene un efecto importante sobre *la persistencia de la inflación* (y de otras variables macro), un determinante clave de la política monetaria².

GRÁFICO R1
SECUENCIAS DE PRECIOS DE CINCO FIRMAS
QUE PRODUCEN UN BIEN PARTICULAR



Fuente: Banco de la República.

* Este recuadro es con base en el trabajo de Julio y Zárate, "The Price Setting behavior in Colombia: Evidence from PPI micro data" (mimeo), Banco de la República, enero de 2008.

¹ La no neutralidad de la política monetaria se refiere al hecho de que ésta tiene efectos en el corto a mediano plazos sobre variables reales como el PIB, el desempleo, entre otras.

² La persistencia de la inflación se relaciona con su comportamiento dinámico, con respecto a un "equilibrio", luego de una innovación.

Las rigideces de precios se formulan en modelos de política monetaria de dos maneras distintas: reglas de fijación de precios “dependientes del tiempo” o “dependientes del estado”. En las reglas dependientes del tiempo la duración o frecuencia de cambio de los precios es exógena al estado de la economía y sus rigideces provienen de la ausencia de sincronización en los cambios de los precios. En las reglas dependientes del estado la probabilidad de cambio de precios es endógena al estado de la economía y sus rigideces se originan en la existencia de costos por el ajuste de los precios.

Las características y determinantes de las reglas de fijación de los precios que especifican las rigideces constituyen los fundamentos microeconómicos para el diseño de modelos para la política monetaria.

Con base en los reportes de precios utilizados para calcular el índice de precios al productor (IPP) colombiano, desde junio de 1999 hasta octubre de 2006 se investigó cómo las firmas colombianas fijan sus precios. A continuación se resumen los hallazgos más importantes de este estudio.

Los productores colombianos cambian sus precios con una frecuencia similar a la de un conjunto de seis países de la Unión Europea (UE), es decir que lo hacen con el 20% de la canasta cada mes, lo cual equivale a que los precios del IPP se mantienen constantes durante 5,5 meses, en promedio. Este resultado implica que, si las expectativas sobre la inflación futura están igualmente ancladas en Colombia como en la UE y el grado de indexación es el mismo, el costo de una reducción de la inflación de igual magnitud sería similar en ambos lados³.

La regla de fijación de precios en el IPP se relaciona en su mayor parte con factores de tiempo, acompañados de un componente pequeño, pero significativo, de estado, cuya contribución se incrementa para el renglón de las manufacturas producidas y consumidas. En consecuencia, factores relacionados con el tiempo, tales como la existencia de contratos de duración explícita y la fecha de fijación del salario mínimo, parecen ser más importantes que los del estado de la economía al fijar los nuevos precios, sin descartar que estos últimos también tengan efecto.

En concordancia con lo anterior, un factor muy importante en la explicación de las rigideces de precios es la ausencia de sincronización en sus cambios, pero los costos asociados con dichos cambios no parecen ser importantes. Sin embargo, se encuentra alguna evidencia de sincronización estacional relacionada posiblemente con las fechas de incremento del salario mínimo.

En el IPP colombiano la frecuencia de incremento de precios es ligeramente superior a la de reducciones, esto es, *ligera* rigidez a la baja. Sin embargo, no se encontró evidencia de *fuertes* rigideces nominales a la baja. La existencia de dicha leve rigidez justifica que el Banco de la República fije una meta de inflación de largo plazo de 3%, la cual permite que los precios relativos (reales) disminuyan cuando sea necesario para garantizar la estabilidad de esta meta en el largo plazo. La no existencia de fuertes rigideces nominales a la baja implica que para Colombia los costos en bienestar de llevar la inflación a niveles cercanos a la meta de largo plazo no son “excesivos”⁴.

Sin embargo, se destaca la aparición de una frecuencia sorpresivamente alta de disminuciones de precios, dado el nivel observado de la inflación durante la muestra (7%).

Además, se encontraron fuertes diferencias sectoriales en la manera como las firmas fijan sus precios, las cuales se relacionan con el origen y el nivel de manufactura de los bienes. Los precios de los bienes

³ Sin embargo, si se tiene en cuenta que la inflación en los seis países de la UE era, a lo largo de la muestra, inferior a 2,5% y en Colombia 7%, y si en Colombia se cumple que la rigidez se incrementa con la disminución de la inflación, bajo circunstancias particulares se podría concluir que los precios en Colombia serían más rígidos que en la UE cuando se alcance una inflación cercana a 3%.

⁴ Por lo menos en comparación con los seis países de la UE con los que contrastamos nuestros resultados.

importados son más flexibles, tanto en términos absolutos como a la baja, frente a los producidos y consumidos. De igual forma, los precios de los bienes producidos y consumidos son más rígidos, tanto en términos absolutos como a la baja, en la medida en que su nivel de manufactura se incrementa. Adicionalmente el componente de dependencia del estado para manufacturas producidas y consumidas es más grande que para el resto de la canasta. En consecuencia, los bienes importados, así como los producidos y consumidos con bajo nivel de manufactura responden más rápido a la postura de la política monetaria que los producidos y consumidos localizados más arriba en esta escala.

Se observa que la rigidez de los precios se ha incrementado con la reducción de la inflación, lo cual implica que la inflación se relaciona directamente con su persistencia⁵. En consecuencia, la disminución sostenida de la inflación observada en los años noventa redujo el poder de las firmas sobre sus precios debido a que sus expectativas sobre los costos futuros se anclaron a la baja. Esto último contribuyó al mantenimiento de la tendencia decreciente de la inflación. Sin embargo, los beneficios observados desde esta época (inflación a la baja con PIB creciente), pueden desaparecer muy fácilmente si la política monetaria o las expectativas cambian⁶.

⁵ Nuestras mediciones de la frecuencia de cambio de precios a lo largo del tiempo indican que la rigidez se relaciona inversamente con el nivel de la inflación. Adicionalmente, si no se tienen en cuenta las diferencias entre canastas, nuestros resultados son afines con trabajos previos para Colombia: por ejemplo, Jaramillo y Cerquera (1999) concluyen que, en promedio, los precios de los consumidores permanecen constantes durante dos meses en un período cuando la inflación del índice de precios al consumidor (IPC) era 28%; Espinosa, Jaramillo y Caicedo (2001) estiman una duración promedio de cuatro meses en un período cuando la inflación era de 25%; nuestros resultados muestran una duración de 5,5 en un periodo cuando la inflación del IPP es de 7% (A. Espinosa, C. Jaramillo y É. Caicedo, "Caracterización del ajuste macroeconómico de precios en Colombia", *Revista del Banco de la República*, núm. 890, 2001; C. Jaramillo, y D. Cerquera, "Price Behavior in an Inflationary Environment: Evidence from Supermarket Data", Borradores semanales de Economía, núm. 138, Banco de la República, 1999).

⁶ Véase J. Taylor, "Low Inflation, Pass-through and the Pricing Power of Firms", *European Economic Review*, vol. 44, núm. 7, pp. 1389-1408, 2000.

II. MERCADOS FINANCIEROS

Las restricciones de crédito en Estados Unidos siguen aumentando. Esto disminuye la capacidad de la Fed para suavizar una posible contracción de la economía mediante la reducción de tasas de interés.

El flujo de capitales de portafolio hacia economías emergentes dependerá del diferencial de tasas de interés frente a economías desarrolladas y de los cambios en la aversión al riesgo internacional.

Los mercados financieros mundiales se han hecho más volátiles y esto ha estado acompañado de un incremento moderado de la percepción de riesgo de la deuda externa emergente de largo plazo. El mercado accionario en Colombia también se ha visto afectado, pero en menor medida que en períodos anteriores de estrés financiero.

Las tasas de interés reales en Colombia para los créditos de consumo y comercial volvieron a situarse por debajo de sus promedio históricos calculados desde 1997.

La cartera del sistema financiero continúa moderando su crecimiento real, pero sigue con aumentos elevados, cercanos a 2,5 veces el crecimiento real de la economía.

A. CONTEXTO EXTERNO

En el cuarto trimestre de 2007 los principales bancos y fondos de inversión en los Estados Unidos y otras economías desarrolladas continuaron reflejando grandes pérdidas en sus balances, originadas por el deterioro en el mercado de vivienda, hecho que hizo más evidente la crisis financiera. Aunque los indicadores de actividad económica (especialmente del mercado laboral) en la principal economía del mundo no daban todavía señales de una posible recesión, diferentes encuestas sobre expectativas de consumo y confianza industrial mostraban que la desaceleración podría ser más fuerte de lo esperado.

Por lo anterior, en el último trimestre de 2007 la Reserva Federal (Fed) redujo sus tasas de interés de referencia en dos ocasiones (25 pb cada una), desde 4,75% a

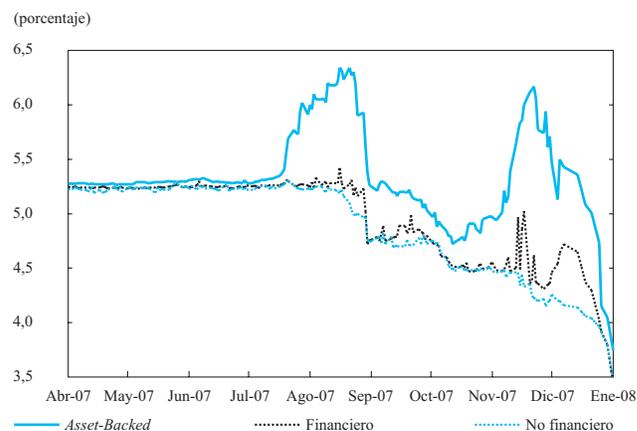
4,25%. Adicionalmente, efectuó subastas a término (TAF, por su sigla en inglés) para hacer más eficiente la inyección de liquidez en el mercado interbancario. Por su parte, los bancos centrales del resto de economías desarrolladas implementaron políticas similares con el objetivo de irrigar liquidez a los mercados.

Las acciones de la Fed y de los otros bancos centrales disminuyeron las restricciones de liquidez en el mercado. En efecto, las tasas de interés de los papeles comerciales cayeron (Gráfico 22, panel A), la diferencia entre la tasa *libor* y los títulos del tesoro estadounidense de corto plazo disminuyó (Gráfico 22, panel B), y se presentó una recuperación en los montos de negociación de los papeles comerciales *Asset-Backed* (ABCP).

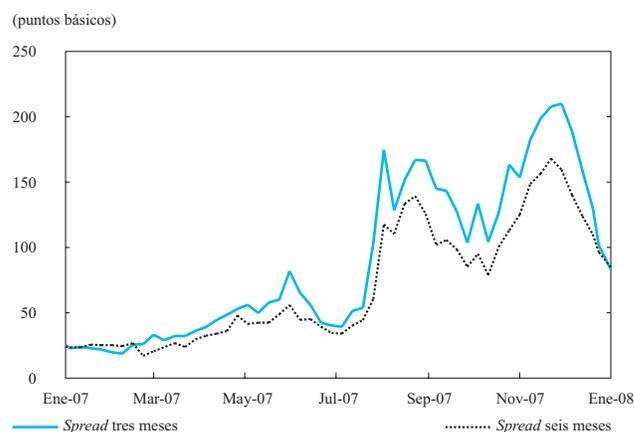
Posteriormente, en las primeras semanas de 2008 se presentaron varias noticias que aumentaron la probabilidad de una recesión en los Estados Unidos, en particular relacionadas con las dinámicas de consumo. En primer lugar, a pesar de la disminución de los problemas de liquidez del sistema financiero por la inyección de dinero a menores tasas de interés, las restricciones de crédito hacia el sector corporativo y al consumidor aumentaron. Esta situación se intensificó en el sector de vivienda, donde incluso los agentes con mejor calificación (cartera *prime*) vieron restringidas sus condiciones al crédito (Gráfico 23, paneles A y B).

Por otro lado, los nuevos resultados de las estadísticas del mercado laboral mostraron deterioro y los precios del petróleo continuaron su ascenso. Adicionalmente, el temor por una recesión en la mayor economía del mundo generó una desvalorización en el precio de las acciones, llevando a los inversionistas a refugiarse en activos seguros, como los títulos del tesoro estadounidense (Gráfico 24, paneles A y B). Este último hecho, además de acentuar la crisis financiera, también puede afectar el ingreso disponible de los hogares, poniendo en riesgo su consumo futuro. Ante este panorama, en enero de 2008 la Fed redujo nuevamente sus tasas de interés de referencia en 125 pb (de 4,25% a 3,0%), magnitudes de descenso que no se habían visto desde agosto de 1982¹.

A. TASAS DE LOS PAPELES COMERCIALES AA A 30 DÍAS DE LOS ESTADOS UNIDOS



B. DIFERENCIAL ENTRE LA TASA LIBOR Y LA TASA DE LOS TESOROS A CORTO PLAZO DE LOS ESTADOS UNIDOS



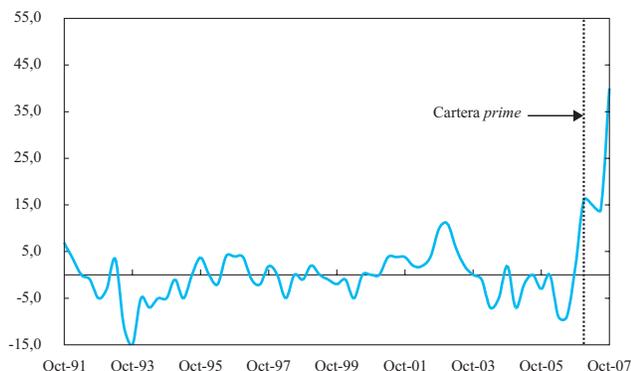
Fuente: Reserva Federal.

Las acciones de la Fed han disminuido las necesidades de liquidez pero no las restricciones de crédito.

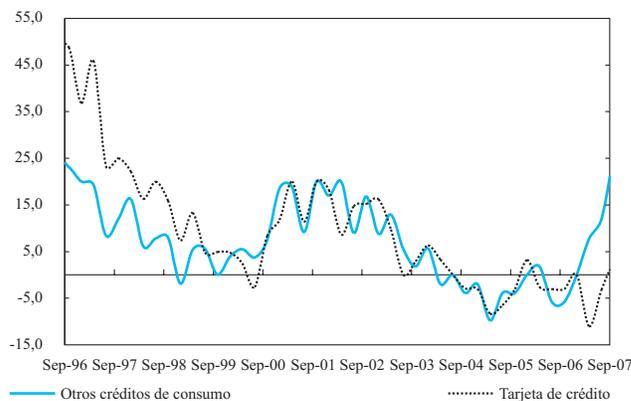
¹ En dicha oportunidad la Fed bajó sus tasas de referencia del 12,5% al 9% en un mes. Esta reducción es similar en términos porcentuales (30%) a la realizada en enero de 2008. En este último mes se destaca la reunión extraordinaria de la Reserva Federal del 22 de enero, donde se realizó una reducción de 75 pb en la tasa de referencia objetivo.

PORCENTAJE NETO DE ENCUESTADOS QUE MENCIONAN ESTÁNDARES APRETADOS DE:

A. CRÉDITO DE VIVIENDA

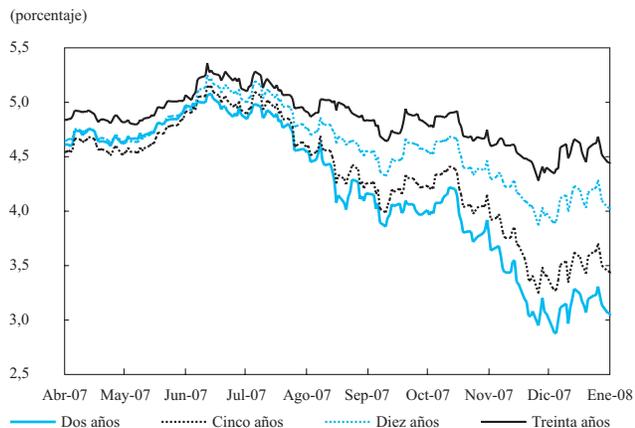


B. CRÉDITO DE CONSUMO

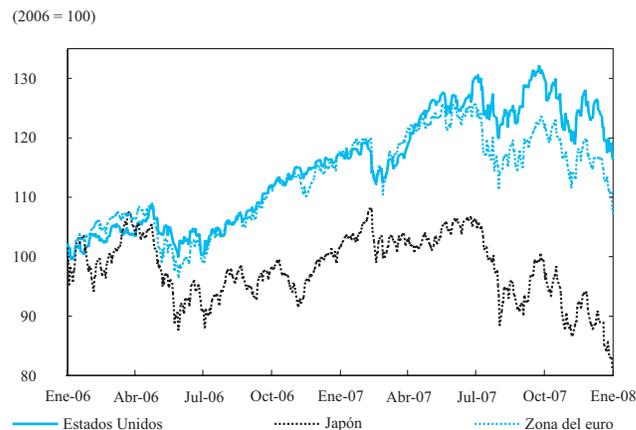


Nota: a partir de 2007 la Fed reporta esta pregunta por separado distinguiendo crédito *subprime*, *prime* y no tradicional. El empalme en este gráfico se realizó para los cuatro trimestres de 2007 con el crédito *prime*. Las respuestas de estándares apretados de crédito para *subprime* y no tradicional están cerca del 60%, por lo que el gráfico subestima las dificultades de acceso al crédito. Fuente: Reserva Federal.

A. TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS DE LOS ESTADOS UNIDOS



B. ÍNDICES BURSÁTILES



Fuente: Datastream.

Hasta el momento todos estos hechos se han reflejado en una mayor percepción de riesgo de nuestra deuda pública, frente a aquella considerada como libre de riesgo; aunque esta reacción ha sido menor a la presentada en episodios anteriores (Gráfico 25, panel A). En efecto, desde el último trimestre de 2007 los títulos de deuda externa pública colombiana en dólares con vencimientos de largo plazo han aumentado su diferencial de tasa en comparación con los activos libres de riesgo crediticio. No obstante, la tasa de interés de dichos bonos soberanos con vencimiento en el corto plazo (2009 y 2013) se ha reducido, reflejando que, al menos en este horizonte de tiempo, los inversionistas consideran estos activos como una alternativa de bajo riesgo (Gráfico 25, panel B). Así mismo, las dinámicas de apreciación de las tasas de cambio de países emergentes muestran que aún no se

perciben señales de salidas masivas de capitales hacia economías desarrolladas en busca de activos seguros. Como ejemplo de ello, la tasa de cambio colombiana frente al dólar se mantuvo durante el cuarto trimestre de 2007 en niveles cercanos a \$2.000, generando una apreciación nominal de 10% entre los diciembre de 2007 y 2006 y de 12% en promedio (Gráfico 26).

Finalmente, si los balances de los grandes fondos de inversión continúan reflejando fuertes pérdidas en un contexto de desaceleración económica, se prolongarían las restricciones al crédito, lo cual dificultaría las posibilidades que tiene la política monetaria de suavizar las dinámicas del producto. Este escenario aumentaría la incertidumbre sobre la vulnerabilidad de las economías emergentes, manteniendo la aversión al riesgo de los mercados en niveles elevados.

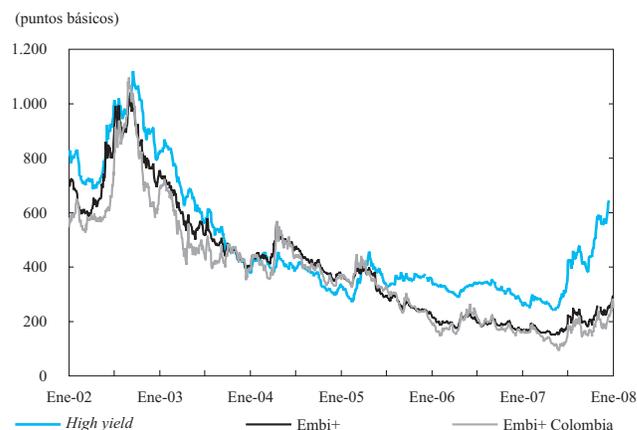
B. MERCADOS FINANCIEROS

En noviembre de 2007 la JDBR incrementó en 25 pb su tasa de interés de referencia y la situó en 9,50%, nivel que dejó incluso en la reunión del 25 de enero de 2008. Pese a las medidas de política monetaria más recientes, el promedio de las tasas de interés pasivas y activas descendieron en diciembre. Adicionalmente, el crecimiento de la cartera continuó desacelerándose, pero aún presenta tasas de aumento muy superiores al crecimiento del PIB nominal.

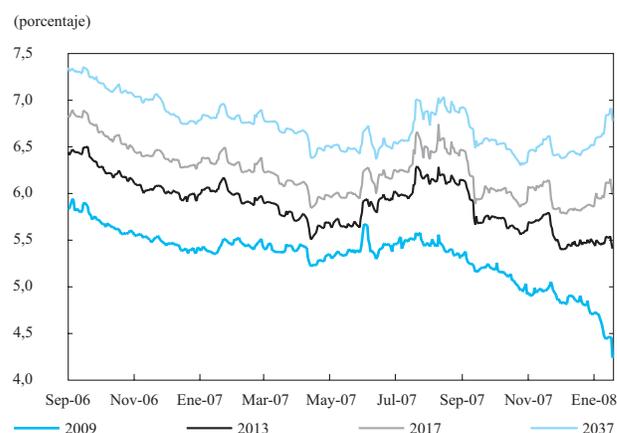
Como se preveía en el *Informe sobre Inflación* de septiembre de 2007, a finales de noviembre y principios de diciembre se presentó una amplia liquidez en el mercado financiero, generada, entre otros factores, por el vencimiento de TES el día 9 de noviembre. Este monto cercano a \$5 billones fue pagado por el Gobierno utilizando parte de sus depósitos en el Banco de la República. A pesar de que el Emisor realizó subastas de contracción para esterilizar esta oferta temporal de liquidez, la demanda por sus depósitos de contracción no alcanzó a compensar la mayor oferta de dinero en el mercado y, como consecuencia, las principales tasas de interés de mercado disminuyeron.

Para el primer trimestre de 2008 las condiciones en el mercado de liquidez pueden ser diferentes. Es probable

A. EMBI+ Y SPREAD

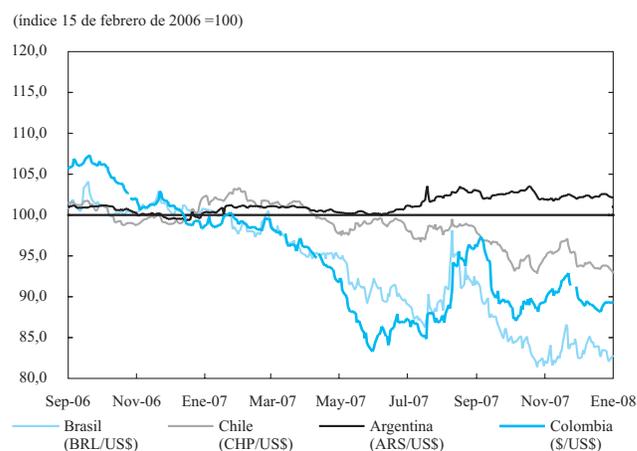


B. TASAS DE LOS TÍTULOS DE DEUDA EXTERNA PÚBLICA COLOMBIANA EN DÓLARES



Fuente: Bloomberg.

TASA DE CAMBIO NOMINAL DE DIFERENTES MONEDAS LATINOAMERICANAS FRENTE AL DÓLAR



Fuente: Datastream.

que los depósitos del Gobierno en el Banco de la República vuelvan a registrar un promedio similar al observado en todo 2007 (\$6.428 mm), contexto en el cual el Emisor continuaría siendo prestamista neto del sistema financiero. En este escenario, el mecanismo de transmisión del canal de crédito tendría mayor potencia, y cualquier medida de política monetaria se transmitiría con mayor facilidad a las tasas de interés de mercado.

1. Agregados monetarios

En el último trimestre de 2007 el crecimiento de los agregados monetarios se aceleró. La base monetaria cerró el año con un incremento anual de 19,4%, frente al registro de noviembre (15,3%) y de un trimestre atrás (10,9%). Esta tendencia se

explica por el aumento en la demanda por reserva bancaria, debido, en parte, al cambio en los requerimientos de encaje², y por la recuperación de la demanda por efectivo, la cual creció 12,5%, tasa cercana al aumento del PIB nominal estimado para 2007 (Gráfico 27).

Por su parte, el repunte del agregado monetario más amplio (M3) fue de 2 pp, al pasar su tasa de crecimiento de 15,7% a 17,8% entre agosto y diciembre, respectivamente. El 74% de este incremento se debe al aumento de los depósitos —pasivos sujetos a encaje (PSE)—, originado principalmente en el repunte de las captaciones por CDT (Gráfico 27).

El vencimiento de cerca de 5 billones de TES el 9 de noviembre inyectó liquidez a la economía y favoreció la demanda por depósitos en los bancos. En efecto, para dar cumplimiento a esta obligación el Gobierno

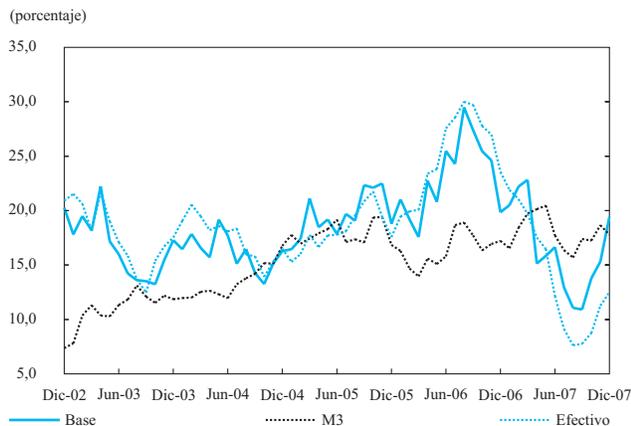
usó parte de sus depósitos en el Banco de la República, y los redujo en noviembre y diciembre a una media de \$3.649 mm y \$3.263 mm, cuando en todo 2007 había sido de \$6.428 mm en promedio. Este hecho también contribuyó a que el Emisor pasara a ser deudor neto del sistema financiero por algo más de quince días, período en el cual se dio un descenso en las tasas de interés, a pesar de la apertura de los depósitos de contracción.

A finales de 2007 también se presentó una caída en el precio de la deuda pública interna, una desvalorización en el precio de las acciones y un mayor diferencial de tasas de interés de nuestro país frente a la tasa de interés internacional, factores que contribuyeron para que agentes locales demandaran más títulos de renta fija, tales como los CDT de corto plazo emitidos por el sistema financiero.

Varios factores favorecieron la demanda por CDT hacia finales de 2007.

GRÁFICO 27

AGREGADOS MONETARIOS, CRECIMIENTO ANUAL



Fuente: Banco de la República.

² Véase el *Informe sobre Inflación* de junio de 2007, p. 40, Banco de la República.

El comportamiento y la composición de los PSE en el primer trimestre de 2008 dependerán de la evolución de diferentes variables. En primer lugar, cambios en la tendencia de la demanda de crédito y del precio de las inversiones pueden generar modificaciones en las necesidades de pasivos (depósitos) del sistema financiero. Las preferencias de los agentes por activos financieros internos pueden cambiar, entre otras cosas, por la ampliación del margen entre las tasas de interés internas y externas, afectando el comportamiento de los PSE⁵. Por último, el flujo de caja del Gobierno en el Banco de la República y sus planes de gasto para el primer trimestre también determinarán el comportamiento de los depósitos del sistema financiero.

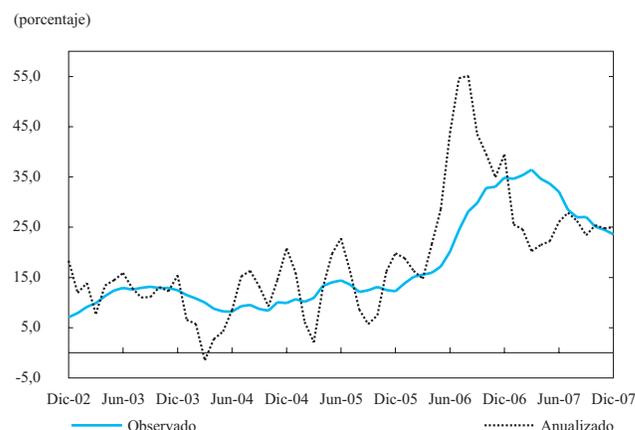
2. Crédito

La cartera bruta del sistema financiero continuó moderando su tasa de crecimiento al situarse en diciembre en 23,6%. De igual forma, desde el segundo semestre de 2007 la serie suavizada continúa mostrando que su tasa de crecimiento se ha estabilizado en niveles superiores al 20%³ (Gráfico 28). En términos reales el aumento de la cartera cerró el año en 17,8%, tasa cercana a 2,5 veces el crecimiento esperado del PIB real en 2007.

La cartera⁴, como proporción del activo de las entidades de crédito, se encuentra en niveles históricamente altos, mientras que las inversiones siguen con su tendencia decreciente, aunque todavía no llegan a las participaciones observadas antes de 2000 (Gráfico 29). Por lo anterior, si el nivel de la cartera continúa mostrando crecimientos elevados, es factible que éstos se financien con aumentos en los depósitos, en lugar de liquidación de inversiones.

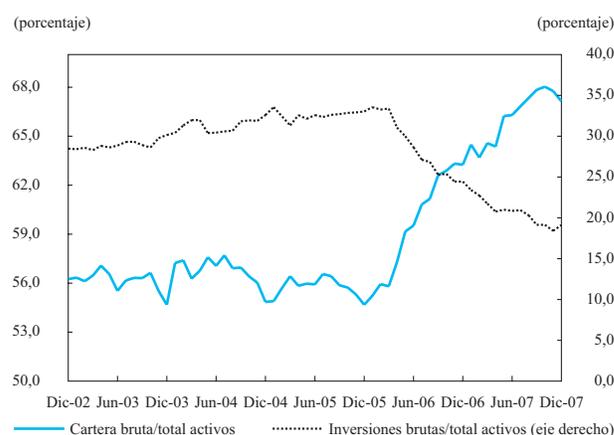
En cuanto a la dinámica por destino del crédito, con excepción de la cartera hipotecaria las demás mostraron tasas de crecimiento superiores a 20%. Las series suavizadas reflejan una desaceleración en la de consumo, relativa estabilidad en la hipotecaria, y un repunte en la comercial. Con respecto a esta última,

CRECIMIENTO ANUAL DE LA CARTERA BRUTA M/L



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

CARTERA E INVERSIONES (BRUTAS)/TOTAL ACTIVOS



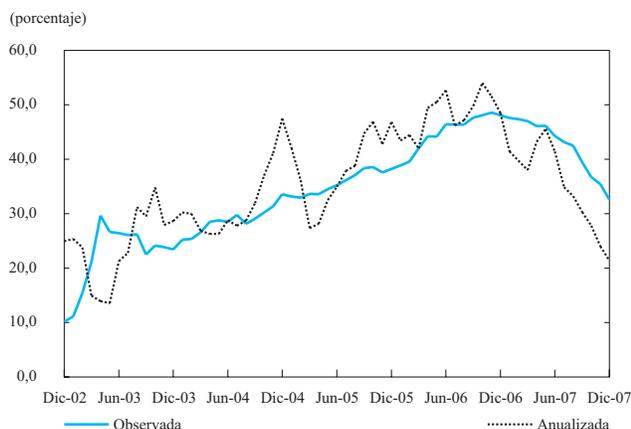
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

³ Para obtener la variación anualizada de la cartera, primero se construye un promedio mensual con datos semanales; posteriormente, se aplica un promedio móvil de orden 3 a la serie mensual, y con la serie resultante se calcula una variación mensual que se anualiza.

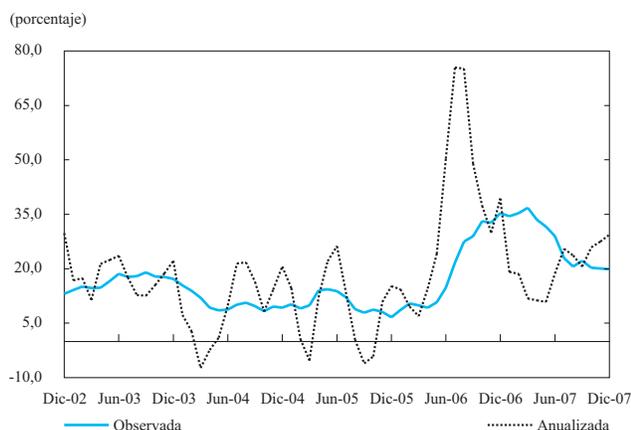
⁴ Moneda total.

⁵ Dependiendo de la evolución de la percepción de riesgo.

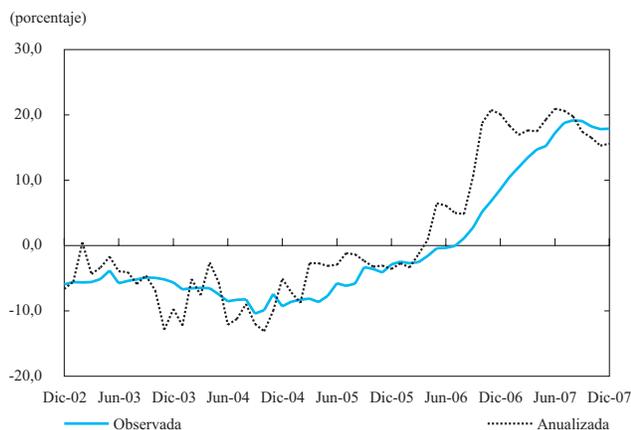
A. CARTERA BRUTA DE CONSUMO Y MICROCRÉDITO



B. CARTERA BRUTA COMERCIAL (M/L)



C. CARTERA BRUTA HIPOTECARIA AJUSTADA (M/L)



hay que tener en cuenta que el depósito al endeudamiento externo implementado por el Banco de la República pudo haber generado un efecto sustitución entre crédito externo por interno, hecho que podría explicar, en parte, la aceleración de la cartera comercial en pesos (Gráfico 30).

La profundización financiera, medida como el cociente entre la cartera y el PIB, muestran que dicho indicador todavía no se encuentra en su mayor nivel histórico, y da indicios de que el crédito todavía puede mantener buenos ritmos de crecimiento.

Cuando se agrega la cartera de consumo y la hipotecaria como proporción del PIB, se obtiene una aproximación del tamaño de la deuda de los hogares. Como se observa en el Gráfico 31 (paneles B y D), en diciembre de 2007 este indicador se situó alrededor de 15%, nivel inferior en cerca de 4 pp al máximo registro observado en 1997. Sin embargo, se debe resaltar el fuerte repunte de la cartera de consumo, la cual registró en diciembre su máximo nivel histórico como porcentaje del PIB. Este último tipo de cartera, que tiene un colateral menor a las otras clasificaciones de crédito, continúa mostrando una tendencia creciente en riesgo y en morosidad (Gráfico 32).

3. Tasas de interés

La JDBR en su sesión del 23 de noviembre de 2007 aumentó en 25 pb la tasa de interés de referencia y la situó en 9,5%, completando catorce incrementos (contados desde abril de 2006), los cuales suman 350 pb de ajuste. Cabe resaltar que en las sesiones de diciembre de 2007 y enero de 2008 la tasa de referencia se mantuvo inalterada.

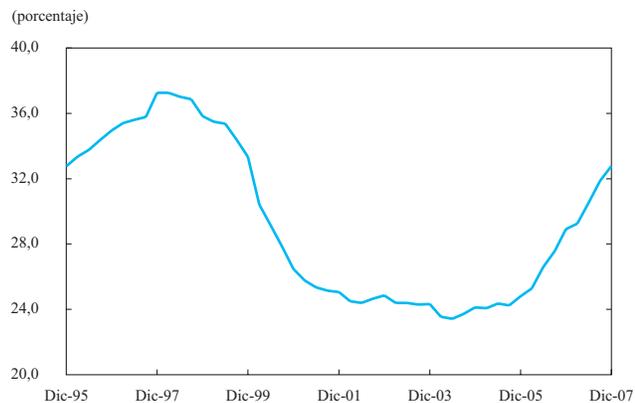
Pese al incremento de noviembre, en el fin de año se observó un debilitamiento del canal de crédito. La amplia liquidez condujo a la TIB por debajo de la tasa de contracción (Gráfico 33), y las tasas de interés promedio de ahorro, CDT y colocación⁶ disminuyeron en diciembre.

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

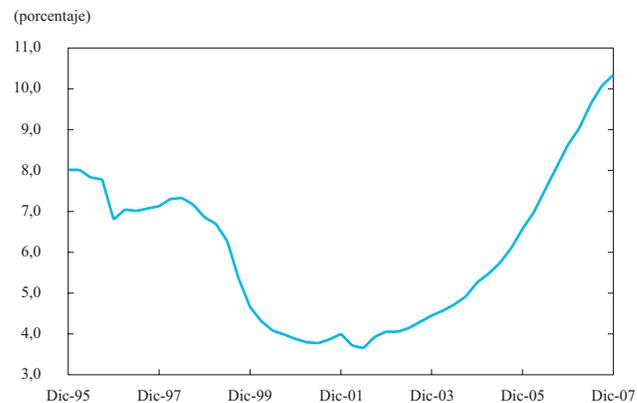
⁶ Metodología del Banco de la República.

CARTERA/PIB (TRIMESTRAL)

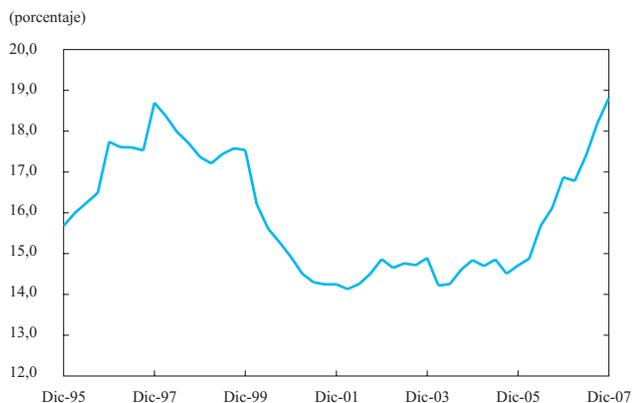
A. CARTERA TOTAL/PIB



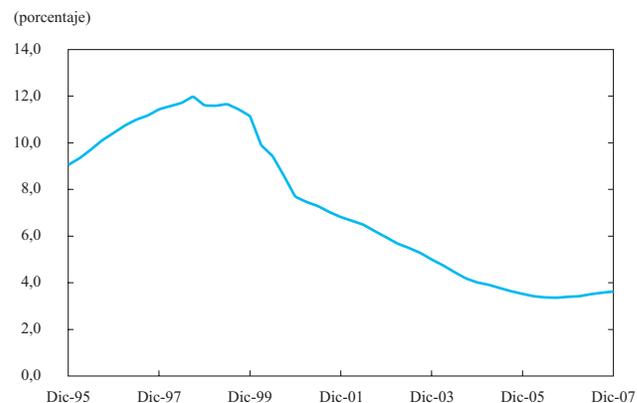
B. CARTERA DE CONSUMO/PIB



C. CARTERA COMERCIAL/PIB



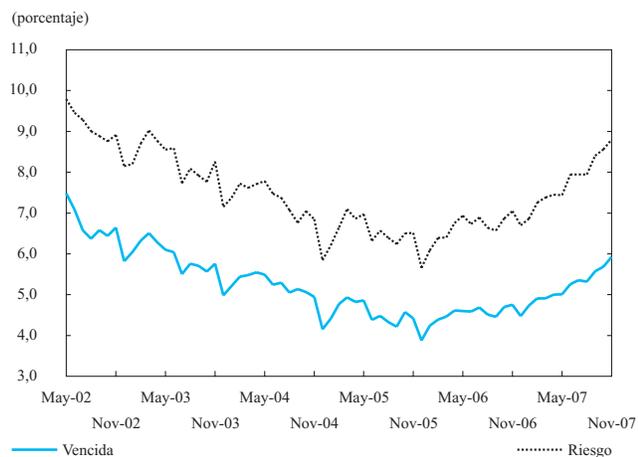
D. CARTERA HIPOTECARIA/PIB



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

GRÁFICO 32

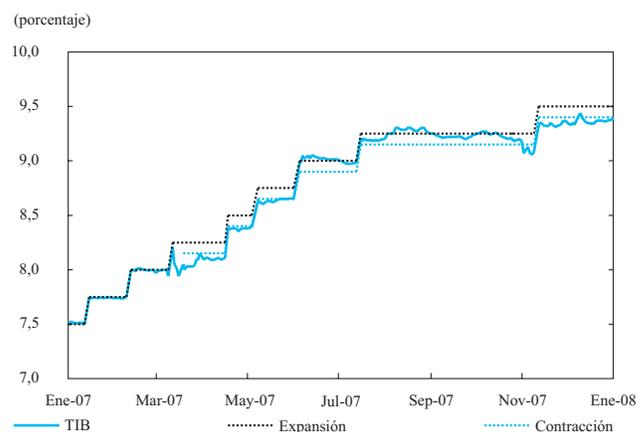
CARTERA DE CONSUMO



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

GRÁFICO 33

TIB Y TASA DE INTERVENCIÓN



Nota: datos al 15 de enero de 2008.
Fuente: Banco de la República.

Desde abril de 2006 la tasa de interés de consumo ha reaccionado al alza, con un incremento acumulado superior al aumento total de la tasa de referencia del Banco de la República. El incremento en la tasa de usura también contribuyó para que se presentara esta mayor reacción. No obstante la subida en noviembre de la tasa de interés de expansión del Banco de la República, la tasa de interés de consumo descendió en 58 pb en diciembre.

Las tasas de interés de tesorería y preferenciales han aumentado más que el incremento acumulado del Banco, y para fin de año subieron 26 pb (Cuadro 6). Estos tipos de créditos se dan a clientes corporativos a un bajo costo y a plazos cortos, motivos por los cuales son más sensibles a cambios en la tasa de expansión del Emisor. El comportamiento de la tasa de

CUADRO 6

TASAS DE INTERÉS

	Nominales						
	Abr-06	Dic-06	Sep-07	Dic-07	Variación		
					Mensual	Trimestral	abr-06 a dic-07
Tasas de captación							
Ahorro ordinario	3,60	3,92	4,93	4,98	(0,08)	0,05	1,38
CDT	6,15	6,98	9,05	9,12	(0,11)	0,08	2,97
DTF	5,93	6,75	8,89	8,98	0,30	0,09	3,05
Tasas de colocación							
Tasa de colocación del BR	12,94	13,04	16,84	16,61	(0,21)	(0,23)	3,67
Consumo	21,14	19,57	24,34	25,21	(0,58)	0,88	4,08
Ordinario	15,36	14,24	17,63	17,08	(0,20)	(0,55)	1,72
Hipotecaria	13,88	13,02	15,61	15,60	(0,02)	(0,01)	1,72
Preferencial	8,73	10,22	13,68	13,88	0,23	0,20	5,15
Tarjeta	24,01	21,94	27,31	30,23	0,26	2,92	6,22
Tesorería	7,68	9,58	12,76	12,62	0,26	(0,14)	4,94
TIB	5,89	7,36	9,25	9,35	0,15	0,10	3,46
Subasta de expansión	6,00	7,36	9,25	9,50	0,19	0,25	3,50
Tasa de usura	25,13	22,61	28,51	31,89	0,00	3,38	6,77
	Reales						
	Abr-06	Dic-06	Sep-07	Dic-07	Variación		
					Mensual	Trimestral	abr-06 a dic-07
Tasas de captación							
Ahorro ordinario	0,07	(0,03)	0,78	0,53	(0,15)	(0,26)	0,45
CDT	2,54	2,92	4,73	4,50	(0,16)	(0,24)	1,96
DTF	2,32	2,70	4,58	4,35	0,23	(0,23)	2,03
Tasas de colocación							
Tasa de colocación del BR	9,09	8,75	12,22	11,66	(0,26)	(0,56)	2,57
Consumo	17,01	15,03	19,42	19,90	(0,62)	0,48	2,89
Ordinario	11,44	9,91	12,98	12,12	(0,26)	(0,86)	0,68
Hipotecaria	10,01	8,72	11,04	10,70	(0,08)	(0,34)	0,69
Preferencial	5,02	6,04	9,18	9,05	0,16	(0,13)	4,03
Tarjeta	19,79	17,31	22,28	24,71	0,19	2,44	4,92
Tesorería	4,02	5,41	8,30	7,84	0,19	(0,46)	3,83
TIB	2,28	3,29	4,93	4,71	0,09	(0,22)	2,43
Subasta de expansión	2,39	3,28	4,93	4,86	0,12	(0,07)	2,47
Tasa de usura	20,86	17,95	23,43	26,30	(0,07)	2,87	5,43

Fuente: Banco de la República.

interés de tarjetas de crédito presentó un comportamiento similar a los corporativos, aunque su mayor reacción se explica por la inercia que ejerce sobre esta tasa de interés la tasa máxima de usura.

Las tasas de interés reales cayeron en diciembre.

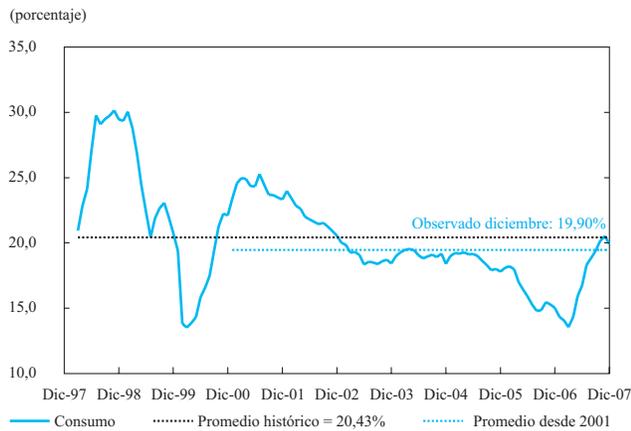
Con respecto a las tasas de interés de créditos ordinarios e hipotecarios, de los 350 pb de ajuste en la tasa de expansión del Banco de la República sólo se ha transmitido la mitad (172 pb) de este incremento a estos tipos de crédito. Ambas tasas también descendieron en diciembre de 2007.

El anterior comportamiento de las tasas nominales, unido al aumento de la inflación de los últimos meses, interrumpió la tendencia ascendente de las tasas de interés reales que se observaba desde comienzos de 2007. Las de crédito ordinario y de consumo regresaron a niveles inferiores al de sus promedios históricos calculados desde 1997 (Gráfico 34).

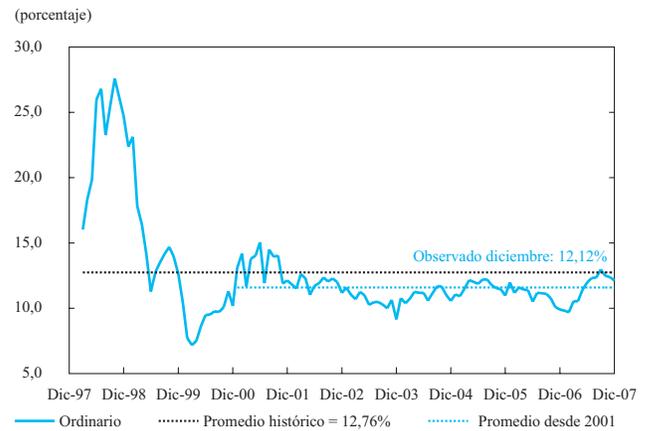
GRÁFICO 34

TASAS DE INTERÉS REALES^{A/}

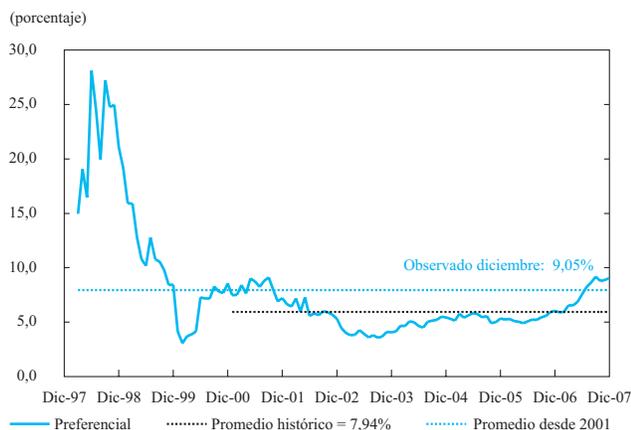
A. CONSUMO



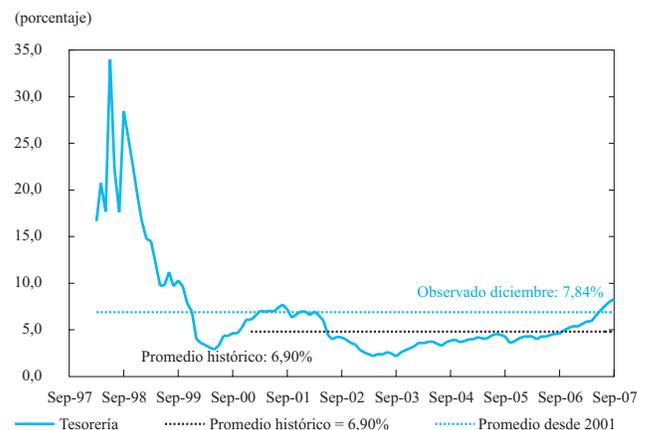
B. ORDINARIO



C. PREFERENCIAL



D. TESORERÍA



n.d. no disponible.

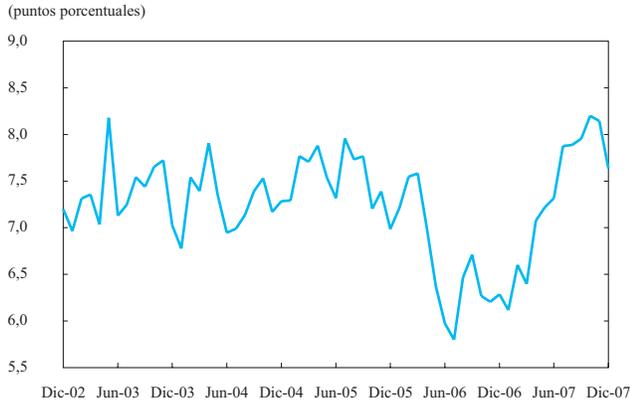
a/ Disponible al mes de noviembre.

Fuente: Datastream y bancos centrales.

Otro aspecto importante que se aprecia con las tasas de interés es un incremento del margen entre la tasa de interés pasiva (DTF) y la activa (agregada de colocación del Emisor) desde mayo de 2007. Aunque dicho margen disminuyó en diciembre, el hecho de que se mantenga en niveles elevados puede dar indicios de que los efectos del incremento en los encajes marginales realizados el año anterior no generarán ajustes adicionales en las tasas de interés de colocación (Gráfico 35).

GRÁFICO 35

**MARGEN DE LAS TASAS DE INTERÉS ACTIVA Y PASIVA:
TASA DE COLOCACIÓN TOTAL (BR) MENOS DTF**



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

En conclusión, es probable que la disponibilidad de recursos por el vencimiento de TES a finales de 2007 haya contribuido para que se diera un ajuste de precios en el mercado, reduciendo las tasas de interés y debilitando el canal de transmisión del crédito. Para el primer trimestre de 2008 no se esperan este tipo de choques, y cualquier acción de política puede tener un mayor efecto sobre las tasas de interés del mercado.

CRITERIOS PARA ESTABLECER UNA META DE INFLACIÓN

José David Pulido P.
Rafael Puyana M.*

Este recuadro intenta presentar una breve revisión de literatura sobre los aspectos por tener en cuenta para establecer una meta de inflación. Para ello, se definen varias preguntas que resumen lo más pertinente para un banco central en el establecimiento de este proceso. Estos lineamientos son una guía que, teniendo en cuenta la coyuntura de un país, ayudan a definir la meta más conveniente para la implementación exitosa del régimen de inflación objetivo.

1. ¿Qué indicador de precios se debe utilizar para establecer la meta de inflación?

Dado que la inflación puede ser medida usando distintos indicadores, la elección de uno de ellos es crucial en términos de la disyuntiva que un banco central enfrenta entre credibilidad y capacidad de reacción ante choques. Bernanke y Mishkin (1997) y Bernanke *et al.* (1999) observan que la mayoría de los países han escogido alguna versión del índice de precios al consumidor (IPC), siendo en algunos casos un indicador ajustado que excluye bienes que pueden ser muy propensos a choques de oferta. El beneficio de usar un IPC ajustado radica en que este indicador de inflación está claramente influido por las acciones de política monetaria, es decir, permitiría la flexibilidad de sus decisiones ante choques de oferta. Pero el costo de su uso consiste en una pérdida de transparencia, pues el índice ajustado resulta más complejo de calcular y de interpretar para un público promedio. La conclusión de los autores está en que en pro de la transparencia, sin importar cuál indicador se utilice, éste debe ser único durante todo el período de ejecución de la meta, claramente definido y reproducido por otros agentes, y preferiblemente calculado por un ente independiente del banco central.

Cufer *et al.* (2000) analizan el caso de metas con o sin precios de bienes regulados. Concluyen, primero, que de usarse un índice de precios ajustado, debe ser claro para el banco el impacto de la política monetaria sobre el índice que no se encuentra ajustado, lo que lo protegerá mejor de incumplir la meta. Además, establecen que la estrategia del banco central, en el caso de escoger este índice, debe estar caracterizada por la publicación regular de proyecciones y otra serie de comunicados.

2. ¿Cuál debe ser el nivel de la meta?

Hay consenso en la literatura económica en cuanto a una tasa de inflación alta deteriora el crecimiento económico, debido a sus costos sobre el bienestar. López (2006) divide estos costos entre los causados por la inflación esperada y la no esperada. Entre los primeros, menciona los costos sobre el bienestar por reducir la tenencia real de dinero, la sustitución del consumo por ocio, el gasto de recursos reales en tratar de evadir el impuesto inflacionario, la reducción del retorno del ahorro que desincentiva la inversión anualizada y los efectos redistributivos que genera la inflación: entre acreedores y deudores, entre quienes reciben una renta fija y una variable, y entre pobres y ricos. Entre la segunda clase de costos, atribuibles

* Los autores son, en su orden, profesional y ex pasante del Departamento de Programación e Inflación. Agradecemos los valiosos comentarios y sugerencias de Carlos Huertas y Hernando Vargas a un borrador del escrito. Las opiniones expresadas son de responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

a la inflación no esperada, López menciona el efecto negativo en la actividad económica por la aversión a las relaciones contractuales de largo plazo, la dificultad en el cálculo de los rendimientos de las inversiones, lo cual desincentiva su ejecución, los costos de búsqueda por buenos precios al distorsionarse los precios relativos y el riesgo moral en el mercado financiero.

Son muchos los estudios empíricos que han tratado de cuantificar dichos costos sobre el producto para distintos países como herramienta de análisis a la hora de determinar una meta de inflación específica. Por ejemplo, para los Estados Unidos, Feldstein (1996) estimó que un 1% de aumento en la inflación causaría un decrecimiento del 0,5% en el PIB; Wolman (1997) calculó que una reducción de la inflación del 5% al 0% lleva a un aumento del PIB de 0,6%, mientras que Lucas (1994) encontró que los beneficios de esta misma reducción pueden variar entre el 0,3% y el 1% del PIB¹. A nivel local, López (2006) menciona que Carasquilla *et al.* (1994) calcularon que un incremento de la inflación del 5% al 20% costaría un 7% del PIB; Posada (1995) y Riascos (1999) encontraron que un nivel de inflación del 20% ocasionaría un decrecimiento del 3,9% y 1,5% del PIB, respectivamente, mientras que López (2001) estimó que los costos sobre el producto de pasar de una inflación cero a una de 5% serían del 0,7%.

Sin embargo, es también razonable la opinión de que una inflación cero o negativa tampoco es deseable, por varias razones: la presencia de rigideces en los salarios nominales y en los precios impediría sus ajustes ante choques en el mercado laboral, o de oferta o de demanda, respectivamente²; el límite cero de la tasa de interés nominal impediría ajustarla a la baja en momentos de recesión, y la existencia de un sesgo en la medición del IPC sobrestimaría la inflación³. Estos argumentos llevan a pensar que, aunque la meta de inflación debería ser baja, tampoco debería ser cero.

Pero, ¿cuán cerca de cero debería estar la meta fijada? Algunos estudios empíricos muestran que la relación entre el nivel de inflación y sus implicaciones sobre el producto puede ser no lineal (Ghosh y Phillips, 1998; Khan y Senhadji, 2000; Brook *et al.* 2002, entre otros). Esto significa que una relación negativa entre la tasa de inflación y el producto puede no aplicar a un nivel de inflación lo suficientemente bajo y que, por el contrario, inflaciones muy bajas pueden estimular en alguna medida el crecimiento del producto. Por ejemplo, el estudio de Ghosh y Phillips (1998) con base en datos para 140 países a lo largo de cuarenta años, estimó que en países con inflaciones superiores al 3% se presenta una relación negativa entre inflación y crecimiento del producto, mientras que con inflaciones por debajo del 2% la relación puede ser inversa.

También se debe tener en cuenta el efecto Balassa-Samuelson, ya que, como anota Rezessy (2006), los países que crecen de manera más rápida que sus socios comerciales deberían tener una meta de inflación ligeramente más alta que el nivel de largo plazo de sus socios. De hecho, en un país en donde la productividad del sector transable está creciendo a tasas más altas que las de sus socios comerciales, se presentará una mayor inflación relativa en el sector no transable, y si la meta de inflación es muy baja, el sector transable se verá obligado a recortar la producción. En este escenario es preferible que países en desarrollo tengan metas de inflación mayores frente a las de las economías desarrolladas.

Así las cosas, el consenso es que la inflación óptima debe ser positiva pero pequeña. Bernanke *et al.* (1999) confirman que las inflaciones dentro del rango del 1% al 3% han sido en la práctica las metas más utilizadas internacionalmente. Sin embargo, la tasa de inflación óptima para un país dependerá de los elementos ya discutidos: la ponderación que se le dé a los costos de la inflación, las características de las

¹ Para otros países, y con base en el trabajo de Feldstein (1996), Bakshi *et al.* (1997) estimaron que un aumento de 1% de la tasa de inflación podría causar un decrecimiento del 0,7% del PIB en Alemania; Tödter y Ziebarth (1997) señalaron que este mismo aumento causa un decrecimiento del 0,1% del PIB en Inglaterra, y Bonato (1998) concluyó que una disminución de 2% de la inflación ocasionaría un crecimiento de 0,7% del PIB en Nueva Zelanda.

² Al respecto, véanse, por ejemplo, los trabajos de Akerlof (2000) y Wyplosz (2001), entre otros.

³ Para Colombia existen dos trabajos en donde se calcula el sesgo de medición del IPC: Caicedo (2000) estima que el sesgo de sustitución para el periodo 1987-1998 fue del 0,7%, mientras que Caicedo y Langebaek (2007) estiman que el sesgo total para el periodo 1984-1994 osciló entre 1,63% y 1,69%.

rigideces nominales existentes en precios y salarios, el tipo de choques que el mercado experimente (nominales o reales, suaves o fuertes, y temporales o permanentes), la magnitud del sesgo de medición en el IPC y, por último, la importancia del efecto Balassa-Samuelson en la economía.

3. ¿Con qué anterioridad debe establecerse la meta?

En general, las metas de los bancos centrales que aplican inflación objetivo se establecen antes del comienzo del período de validez de la meta. Un elemento fundamental en esa decisión es el rezago del funcionamiento de la política monetaria en cada país. Mishkin (2000) afirma que, al establecer la meta de inflación con una anterioridad inferior a este rezago, pueden presentarse tres problemas importantes. Primero, inconvenientes en el control de la inflación: incumplimientos frecuentes de la meta, incluso aplicando una política monetaria óptima. Segundo, inestabilidad de los instrumentos de política por los frecuentes intentos de alcanzar la meta. Por último, la corta anterioridad de la decisión hace que las variaciones del producto tengan poca importancia dentro de la función de pérdidas del banco central. De esta manera, Mishkin concluye que la solución a estos problemas se encuentra en la adopción de las metas de inflación con dos años de anterioridad. Esto da una señal de que el banco central tendrá en cuenta choques a la economía con previsión, y mostrará que es conciente del efecto de la política monetaria sobre el producto futuro.

4. ¿Cuál debe ser el horizonte de la meta?

Un banco central debe definir, además, el período para el cual la meta tendrá validez, decisión que posee distintas implicaciones en términos de flexibilidad y transparencia. Para Bernanke *et al.* (1999) una meta de menos de un año carece de validez, ya que la inflación no es controlable por la política monetaria en un período tan corto; pero consideran que el horizonte no debe ser de más de cuatro años, pues en este caso la incertidumbre es demasiado grande para establecer objetivos creíbles. Así, la decisión sobre el horizonte depende de la disyuntiva entre transparencia (horizonte corto) y flexibilidad (horizonte largo).

Rezessy (2006) va más allá y anota que en la práctica los horizontes pueden ser determinados de manera variable o continua, teniendo cada uno sus beneficios y sus costos. En el caso de las metas variables⁴, sus beneficios se centran en la capacidad de tener más flexibilidad para manejar cualquier choque importante a la inflación, puesto que el banco tiene las herramientas para decidir la velocidad a la cual estabilizará el choque, estableciendo metas para años siguientes. Sin embargo, los costos de metas variables se evidencian en una mayor incertidumbre sobre la inflación futura, haciendo que las expectativas de inflación se vuelvan difíciles de formar, y por ende afectando la consolidación de la política monetaria y la estabilidad de precios. Por el contrario, las metas continuas incrementan la capacidad de predicción y, por tanto, mejoran la transparencia de la política monetaria, estabilizando las expectativas de inflación y por consiguiente la credibilidad del banco central. Además, ésta última puede combatir mejor el peligro de una deflación y una “trampa” de liquidez, y suele ser la mejor práctica a nivel general. Sin embargo, choques por el lado de la demanda pueden hacer que mantener una meta continua de largo plazo sea algo muy costoso en el corto y mediano plazos. Así las cosas, Rezessy concluye que la mejor práctica sería el establecimiento de metas variables con un horizonte largo (de cinco a ocho trimestres), con las que el banco central podría manejar perfectamente el choque si este es transitorio, y no pondría en peligro el cumplimiento de la meta.

5. ¿Debe ser la meta un punto o un rango?

Otra discusión es si la meta de inflación debe ser un punto o un rango. Se debe tener en cuenta que la experiencia internacional muestra que si una meta puntual es escogida, ésta se debe señalar con cierto

⁴ Que se revisan o establecen después de períodos cortos de tiempo, por ejemplo un año.

rango de tolerancia, que generalmente es un punto porcentual por encima y uno por debajo de la meta escogida. Sin embargo, la meta puntual con banda de tolerancia no es igual a un rango meta de inflación, pues le están transmitiendo al mercado información distinta: según Bernanke *et al.* (1999) un rango meta le comunica al mercado “información útil acerca de la valoración que hace el banco central de la incertidumbre acerca del efecto de sus políticas”. Además, lo declara indiferente ante movimientos de la inflación dentro del rango, mientras que el punto meta puede ser más transparente y probablemente guíe las expectativas más efectivamente. Sin embargo, se debe señalar que la elección entre meta puntual y rango enfrenta de nuevo el dilema entre transparencia y flexibilidad, pues aunque la primera puede ser más transparente, la segunda permite que el cumplimiento de la meta sea más factible, pero conlleva a que el daño en la credibilidad del banco central sea más grande si no se cumple la meta de inflación.

Referencias

- Akerlof, G. A.; Dickens, W.; Perry, G. “Near Rational Wage and Price Setting and the Long Run Phillips Curve”, *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 1, 2000.
- Bakhshi, H.; Haldane, A.; Hatch, N. “Some Costs and Benefits of Price Stability in the United Kingdom”, documento de trabajo, Bank of England, 1997.
- Bernanke, B.; Laubach, T.; Mishkin, F.; Posen, A. *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton, 1999.
- Bernanke, B.; Mishkin, F. “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?”, *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, núm. 2, 1997.
- Bonato, L. “Price Stability: Some Costs and Benefits for New Zealand”, documento de trabajo núm. G98/10, Reserve Bank of New Zealand, 1998.
- Brook, A. M.; Karagedikli, Ö.; Scrimgeour, D. “An Optimal Inflation Target for New-Zealand: Lessons from the Literature”, *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, vol. 65, núm. 3, 2002.
- Caicedo, E. “Problemas en la medición del IPC: el caso colombiano”, *Ensayos sobre Política Económica*, núm. 38, diciembre, 2000.
- Caicedo, E.; Langebaek A. “Sesgo de medición del IPC: nueva evidencia para Colombia”, Borradores de Economía, núm. 435, Banco de la República 2007.
- Carrasquilla, A.; Patrón, H.; Galindo, A. “Costos en bienestar de la inflación: teoría y una estimación para Colombia”, Borradores semanales de Economía, núm. 3, Banco de la República, 1994.
- Cufer, U.; Mahadeva, L.; Sterne, G. “Specifying and Inflation Target: The Case of Administered Prices and other Candidates for Exclusion”, en L. Mahadeva y G. Sterne (eds.), *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*, Routledge, Londres, 2000.
- Feldstein, M. “The costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability”, documento de trabajo núm. 5469, National Bureau of Economic Research, 1996.
- Ghosh, A.; Phillips, S. “Warning: inflation may be harmful to your Growth”, *IMF Staff Papers*, núm. 45, pp. 672-710, Fondo Monetario Internacional, 1998.
- Khan, M.; Senhadji, A. “Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth”, documento de trabajo núm. 2000/110, Fondo Monetario Internacional, 2000.
- López M. “Seigniorage and the Welfare Cost of Inflation in Colombia”, *Ensayos sobre Política Económica*, vol. 39, Banco de la República, 2001.
- López, M. “Algunos criterios para evaluar una meta de inflación de largo plazo”, Borradores de Economía, núm. 386, Banco de la República, 2006.
- Lucas, R. “On the Welfare Cost of Inflation”, documento de trabajo núm. 394, Center for Economic Policy Research, Standford University, 1994.
- Mishkin, F. “Issues in Inflation Targeting”, documento con base en el discurso para la conferencia Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy, Banco de Canadá, Ottawa, junio 8-9, 2005.
- Posada, C. “El costo de la inflación (con racionalidad y previsión perfectas)”, Borradores Semanales de Economía, núm. 30, Banco de la República, 1995.
- Rezessy, A. “Considerations for Setting the Medium-term Inflation Target,” *Magyar Nemzeti Bank Bulletin*, vol. 1, núm. 2, 2006.
- Riascos, Á. “Sobre el costo en bienestar de la inflación en Colombia”, Borradores semanales de Economía, núm. 82, Banco de la República, 1997.
- Tödter, K.; Ziebarth, G. “Price Stability vs. Low Inflation in Germany: An analyses of Costs and Benefits”, documento de trabajo núm. 6170, National Bureau of Economic Research, 1997.
- Wolman, A. “Zero Inflation and the Friedman Rule: A Welfare Comparison”, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, vol. 83, núm. 4, pp. 1-21, 1997.
- Wyplosz, Ch. “Do We Know how Low Should Inflation Be?”, First ECB Central Banking Conference, Frankfurt 2000, 2000.

III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

Los riesgos de una recesión en EE. UU. han aumentado y con ellos la posibilidad de que la economía colombiana resulte afectada. A lo anterior se suman las restricciones al comercio impuestas por Venezuela.

Sin embargo, una recesión suave en EE. UU. no reduciría necesariamente los términos de intercambio de Colombia ni la inversión extranjera directa. Por ello se estima que los efectos sobre el desempeño económico del país serían limitados.

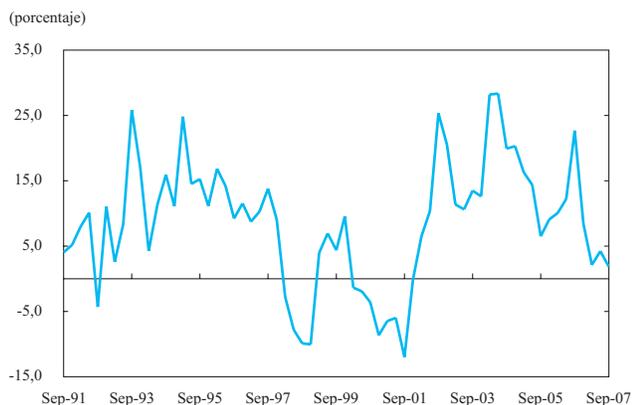
En 2008 las acciones de política monetaria continuarán moderando el crecimiento, el cual convergerá hacia un ritmo sostenible en el largo plazo.

En este contexto, los excesos de demanda seguirán atenuándose y deberían desaparecer en algún momento entre finales de 2008 y 2009, contribuyendo a reducir la inflación en el largo plazo.

En 2008 se mantendrían las presiones provenientes de los precios de los alimentos y de los combustibles, debido a factores externos principalmente. A esto hay que añadirle los riesgos que generan unas expectativas de inflación altas.

A. CONTEXTO INTERNACIONAL

En meses recientes los riesgos de una posible recesión en los Estados Unidos (EE. UU.) han aumentado de manera importante, siendo además probable que la fase contraccionista del ciclo económico en ese país tenga una duración mayor que la observada en 2001. Si bien durante 2007 la economía mundial presentó un ritmo de crecimiento saludable, la reciente crisis financiera, originada en la economía de EE. UU., estaría afectando no sólo su estabilidad económica sino la del resto de economías desarrolladas. Ante estas nuevas circunstancias ha crecido la incertidumbre sobre el grado de vulnerabilidad de las economías emergentes.

**BENEFICIOS CORPORATIVOS
(VARIACIÓN ANUAL)**


Fuente: Datastream.

Los indicadores disponibles para el cuarto trimestre mostraban un debilitamiento pronunciado de la economía de los Estados Unidos, mayor que el previsto en informes de inflación anteriores⁷. A finales de 2007 el mercado de vivienda de dicho país no daba señales de recuperación: las restricciones crediticias para compra de vivienda se habían incrementado, y las ventas, los permisos de construcción y la iniciación de casas continuaban deteriorándose. Como resultado, los inventarios de vivienda aumentaron, augurando caídas adicionales en sus precios.

Otros indicadores también apuntaban hacia un debilitamiento marcado en dicha economía. En diciembre la tasa de desempleo aumentó 30 pb, pasando de 4,7% a 5%, y la generación de empleo se desaceleró sustancialmente, algo que no sucedía desde la recesión de 2001. A ello se sumó la caída de las expectativas de producción para la industria en el mes de diciembre de 2007. El consumo de los hogares, que hasta hace poco mostraba una gran solidez, se resintió, a juzgar por la reducción de las ventas al por menor en diciembre (frente a noviembre) y el comportamiento de las expectativas de los consumidores. Finalmente, el deterioro de los diferentes indicadores del sector real y del mercado de vivienda, unido a los altos precios de las materias primas y a las mayores restricciones crediticias, se estaría reflejando en el sector corporativo, donde las utilidades ya se

encuentran en niveles bajos y cercanos a los presentados en anteriores períodos de contracción económica (Gráfico 36).

Los acontecimientos del cuarto trimestre, junto con el aumento de las restricciones financieras, que ya no sólo se concentran en el crédito hipotecario, han hecho reducir los pronósticos de crecimiento para la economía de EE. UU. en 2008, en comparación con los presentados en el informe septiembre: la mayor incertidumbre que prevalece en la actualidad hace prudente considerar en esta oportunidad un rango entre 0,8% y 1,5%. Es de anotar que en el informe trimestral anterior el pronóstico era de 2%.

En el rango superior dicha economía mostraría una desaceleración del producto durante el primer semestre del año, pero no en la forma de una recesión. En el rango inferior presentaría una recesión suave, similar a la ocurrida en el año 2001. A juzgar por la alta volatilidad exhibida por los mercados mundiales a comienzos de 2008, los riesgos están inclinados hacia el punto bajo del rango mencionado (Cuadro 7). Sin embargo, hay que tener en cuenta que la ayuda fiscal anunciada

*En 2008 la economía de
EE.UU. crecería entre
0,8% y 1,5%*

⁷ Al momento de realizarse este informe se conoció la cifra preliminar del crecimiento para el cuarto trimestre 0,6% (trimestral anualizado), el cual estuvo por debajo de lo esperado.

**PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO PARA LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES
(PORCENTAJE)**

	Observado 2006	Pronósticos para			
		2007, a:		2008, a:	
		Oct-07	Ene-08	Oct-07	Ene-08
Principales socios					
Estados Unidos (Consensus)	3,3	2,0	2,2	2,4	2,1
Estados Unidos (Bop)	3,3	1,9	1,9	2,0	1,5
Escenario central EE.UU.	3,3	n.d	2,2	n.d	1,5-0,8
Zona del euro	2,7	2,6	2,6	2,2	1,9
Ecuador	4,5	2,4	1,9	2,4	2,2
Venezuela	9,8	8,2	8,4	4,5	6,0
Venezuela (Bop)	9,8	8,0	8,2	6,0	6,5
Otros socios					
Japón	2,4	2,3	1,8	2,1	1,5
China	10,5	11,3	11,4	10,6	10,5
Perú	7,2	7,5	8,1	6,4	6,8
México	4,7	2,9	3,1	3,4	3,2
Chile	4,3	5,9	5,3	5,2	4,9
Argentina	8,4	7,6	8,3	5,4	6,2
Brasil	2,8	4,8	5,2	4,5	4,7
Bolivia	4,1	4,3	4,0	4,3	4,5
Países desarrollados	3,1	2,2	2,3	2,2	2,0
Países en desarrollo	7,0	5,9	6,1	4,6	5,0
Total socios comerciales	4,6	3,6	3,7	3,2	3,0-2,6

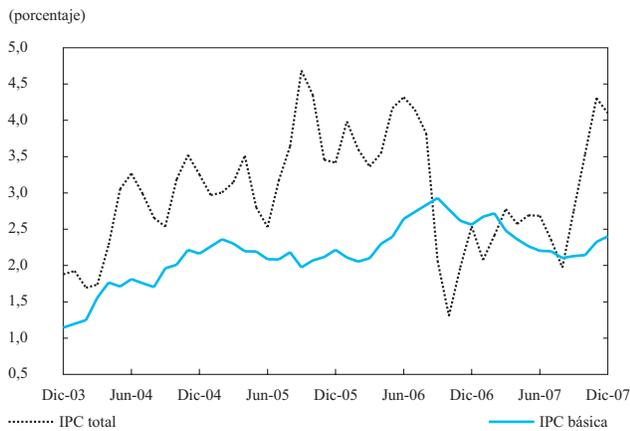
n.d. no disponible.

Fuente: Datastream-Consensus.

por el gobierno de los Estados Unidos, las acciones de la Fed y el mejor comportamiento de las exportaciones netas podrían moderar la caída.

En el escenario anterior el ritmo de crecimiento para el resto de economías desarrolladas sería menor al esperado hace tres meses. Si bien las economías de la zona del euro y de Japón venían creciendo saludablemente al tercer trimestre de 2007, indicadores más recientes estarían mostrando una pérdida de dinamismo. De hecho, el índice de confianza en los negocios y las expectativas del consumidor se han deteriorado de manera importante en ambas economías. Adicionalmente, otros indicadores, tales como las ventas minoristas, continuaron resintiéndose en la zona del euro y algo similar sucedió con la producción industrial nipona.

No obstante, en este informe se considera que el debilitamiento de la economía de EE. UU. no implicará una recesión en las economías desarrolladas; así, sobre un escenario central el ritmo de crecimiento esperado para 2008 en la zona del euro y en Japón sería aún positivo, aunque menor que el esperado hace tres meses: 1,9% y 1,5%, respectivamente (Cuadro 7). Al igual que para el caso de los Estados

**INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR
EN LOS ESTADOS UNIDOS**


Fuente: Datastream.

Unidos, los riesgos sobre el crecimiento de estas economías han aumentado frente al informe anterior.

En el contexto anterior se espera que las tasas de interés, especialmente de la economía de EE. UU., continúen reduciéndose. Dependiendo de la magnitud de la desaceleración, las tasas de interés de la Fed podrían ubicarse en niveles entre 2,75% y 2,25% para finales de 2008. En el caso de la zona del euro y de Japón se espera que las tasas permanezcan inalteradas, con pequeñas reducciones para finales de año.

Un factor que determinará la magnitud de las reducciones de las tasas de interés de EE. UU. será el comportamiento de la inflación. En los meses recientes la inflación al consumidor y al productor (básica y total) en dicho país ha aumentado, como resultado de los altos precios de la energía, de los alimentos y de algunos servicios (Gráfico 37). Hacia futuro esta situación podría dificultar las decisiones de política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Hacia futuro esta situación podría dificultar las decisiones de política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Con respecto a los países emergentes, no es claro el efecto que pueda tener una eventual recesión en EE. UU.. De hecho, los canales que las conectan son considerables, y su interrelación es muy compleja. Aun así, de acuerdo con la literatura económica y la historia reciente, se pueden identificar cuatro frentes principales por medio de los cuales esta interrelación se puede dar:

1. El primero de ellos sería el de una desaceleración o reducción de la demanda por exportaciones. En Colombia la contracción de 2,9% en las exportaciones industriales (en dólares) hacia los Estados Unidos durante la recesión de 2001 ofrece alguna evidencia al respecto.
2. Un segundo canal es el de los términos de intercambio, especialmente importante para países exportadores de materias primas como Colombia. Dada la gran participación que desde hace algunos años tienen las demandas de China e India en estos mercados, el efecto sobre los precios dependerá de qué tan golpeadas resulten dichas economías ante la recesión en EE. UU.
3. Un tercer canal es el de los flujos de capital tanto de portafolio como de la inversión extranjera directa (IED). La dirección de los flujos dependerá, en parte, del diferencial de rentabilidades: una caída fuerte de las tasas externas, que no vaya acompañada de una mayor percepción de riesgo, podría generar mayores entradas de capitales. Por otro lado, en países exportadores de materias primas como Colombia, la IED, e incluso los flujos de corto plazo, pueden estar atados al comportamiento de los precios: cerca del 52% de la IED en 2007 se dirigió a proyectos mineros, incluida la exploración petrolera. Así mismo, un aumento de las restricciones crediticias en

Las tasas de la Fed se situarían entre 2,25% y 2,75% para finales de 2008.

los Estados Unidos puede afectar de alguna manera la liquidez de los bancos en Colombia. Por otro lado, países con una posición fiscal y externa menos sólida pueden ser más vulnerables ante cambios en las percepciones de riesgo.

4. Por último, en Colombia y en muchos otros países emergentes no se puede ignorar el efecto que un menor crecimiento en EE. UU. y en otras economías desarrolladas puede tener sobre las remesas y esto, a su vez, sobre la demanda interna y el tipo de cambio. A la fecha hay evidencia de que en algunos países como México estos ingresos habrían dejado de crecer como resultado del menor dinamismo en la economía de los Estados Unidos.

Dado lo anterior, la incertidumbre en torno del ritmo de crecimiento de las economías emergentes es alta y ha aumentado frente al informe anterior; sin embargo, existen razones para pensar que en esta oportunidad una recesión en EE. UU. moderada tendría un efecto menor sobre las economías emergentes, incluida Colombia, en comparación con el pasado. Durante estos diez años se han observado cambios estructurales en países que apoyan esta conclusión: estos cambios son particularmente evidentes en China, en donde, si bien las exportaciones son causa importante de su crecimiento durante la presente década, quizá más importante aún lo es la demanda interna, y en particular la inversión (en infraestructura) no atada directamente con el sector exportador (*The Economist*, diciembre de 2007). En muchos otros países también han operado cambios institucionales que han derivado en políticas monetarias y fiscales más saludables, lo que les ha permitido mejorar sustancialmente su posición deudora neta y disminuir su vulnerabilidad ante choques externos.

De esta manera, desde un escenario central esperamos que las economías emergentes continúen mostrando una dinámica importante durante este año, aunque con un ritmo algo menor frente al observado el año anterior. En particular, estimamos que la economía china presente un crecimiento de 10,5% para este año, lo cual implicaría una reducción frente al ritmo observado en 2007 (11,4%). La moderación en sus exportaciones, junto con el efecto de las políticas restrictivas que ha venido realizando la autoridad monetaria para controlar la inflación, deberán tener algún efecto en la dinámica económica de China.

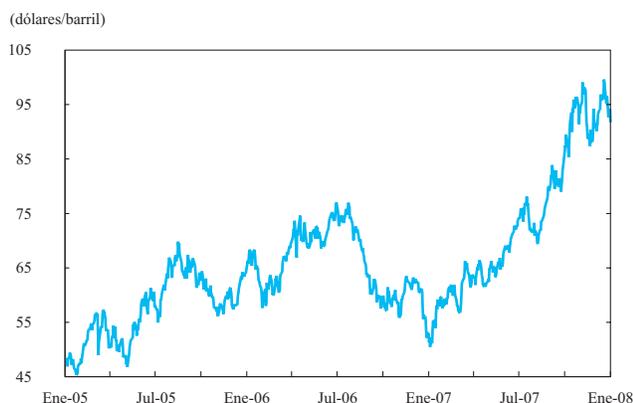
Para las economías latinoamericanas también se espera un menor crecimiento que el observado en 2007, pero todavía con un desempeño saludable; así, las proyecciones de este informe no presentaron cambios importantes frente al anterior. En el caso de nuestros principales socios comerciales se espera un crecimiento de 6,5% para Venezuela y 2,2% para Ecuador, porcentajes menores a los observados en 2007.

En este contexto externo se espera sólo una desaceleración moderada en el crecimiento de la demanda mundial, por lo que no deberían observarse correcciones abruptas en los precios de los bienes básicos. En el caso especial del petróleo el aumento de los precios observado a finales de 2007, como resultado de un aumento en la demanda por la temporada de invierno y por algunos problemas geopolíticos,

No se esperan reducciones abruptas en los precios de los bienes básicos.

GRÁFICO 38

PRECIO DEL PETRÓLEO (WTI),
BOLSA DE NUEVA YORK



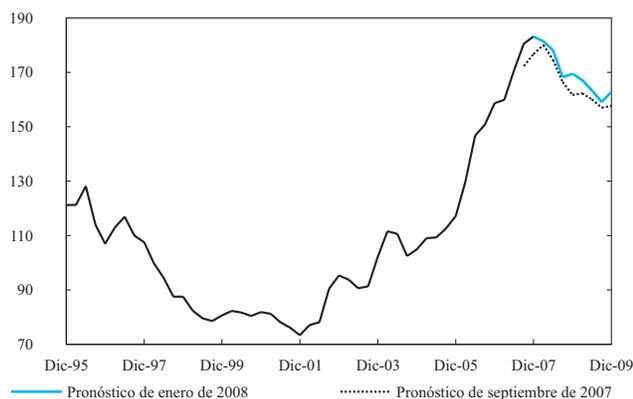
Fuente: Bloomberg.

sería transitorio (Gráfico 38). Hacia futuro esperamos que el precio registre algunas caídas, aunque moderadas, con lo que el promedio en 2008 estaría entre US\$73,5- US\$87 por barril, dependiendo del desempeño en los Estados Unidos. En cualquiera de los casos su nivel sería superior al observado el año pasado.

Para el resto de bienes se proyecta que los precios continúen estando en niveles altos, frente a los observados durante 2007. Según The Economist Intelligence Unit (EIU) para 2008 los precios de los *commodities* sin energía crecerían 0,4%, algo similar a lo esperado hace tres meses. No obstante, este aumento implica un cambio en el comportamiento por grupos; en este sentido, se prevé una caída en los precios de los metales, mayor a la estimada hace tres meses, dada la desaceleración esperada de la demanda mundial; aunque dicha disminución sería compensada por un aumento en los precios de los alimentos, lo cual no se corregiría rápidamente (Gráfico 39).

GRÁFICO 39

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



Fuente: The Economist Intelligence Unit.

Dado lo anterior, los precios de los principales productos de exportación de Colombia presentarán precios relativamente altos en 2008, aunque un poco menores que los de finales de 2007, especialmente los de petróleo. Una excepción sería el oro, cuyo precio aumentaría en una cuantía importante. Así, en un contexto de una recesión moderada en los Estados Unidos, y de alguna desaceleración mundial, los términos de intercambio del país no sufrirían variaciones importantes en comparación con lo observado en el promedio de 2007, con algunos precios incluso por encima de estos niveles (Cuadro 8).

CUADRO 8

PRECIOS INTERNACIONALES

	2005	2006	2007	Proyección para 2008	
				Actual ^{a/}	Anterior ^{b/}
Café (<i>ex dock</i>) (dólares por libra)	1,2	1,2	1,2	1,2	1,0
Petróleo (dólares por barril)	49,8	58,3	61,3	67,1-80,8	68,3
Carbón (dólares por tonelada)	47,8	48,0	50,1	55,7	50,5
Ferróniquel (dólares por libra)	2,4	3,6	5,5	3,8	4,3
Oro (dólares por onza <i>troy</i>)	445,0	604,6	675,3	865,4	685,3

a/ Balanza de pagos estimada en enero de 2008.
b/ Balanza de pagos estimada en septiembre de 2007.
Fuente: Banco de la República.

B. BALANZA DE PAGOS DE 2007 Y PERSPECTIVAS PARA 2008

En 2007 el déficit en cuenta corriente podría ser 3,8% del PIB o incluso menos.

El buen desempeño de la economía mundial durante 2007, sumado a los altos precios internacionales de los principales productos de exportación y al gran dinamismo de las ventas a Venezuela, permitieron que las exportaciones totales de Colombia mostraran tasas de crecimiento superiores a las de 2006 (se proyecta que, en dólares, éstas crecieron cerca de 17% anual, y las no tradicionales lo hicieron 21% anual). Por otro lado, el buen ritmo de crecimiento de la economía colombiana, explica el importante aumento de las importaciones del país en 2007: cerca de 26% anual. Como resultado de lo anterior, el Banco de la República estima que en 2007 el déficit en cuenta corriente del país podría ser de 3,8% del PIB o, incluso inferior, dependiendo del dinamismo de las exportaciones en diciembre. Este déficit fue financiado con creces por las entradas de capital de inversión extranjera directa, que se calcula pudieron alcanzar un valor equivalente a 5,0% del PIB.

Es importante mencionar que la ampliación del déficit en cuenta corriente en 2007, frente al observado en años anteriores, es el resultado de la alta tasa de inversión de la economía, que se ha ubicado por encima del 20% del PIB desde 2005, pero que para su financiamiento ha requerido de recursos externos (que en su mayoría han ingresado al país bajo la figura de inversión extranjera directa). Nótese que, si bien la tasa de ahorro interno no es la requerida para financiar las decisiones de inversión de los agentes, ésta ha aumentado en la presente década, alcanzando niveles cercanos al 20% del PIB en los últimos tres años (Cuadro 9).

Como se mencionó en la sección anterior, los supuestos básicos del escenario central de pronósticos del Banco de la República para 2008 muestran un menor crecimiento mundial, con respecto a lo que se suponía en el *Informe sobre Inflación* de hace tres meses, pero al mismo tiempo mejores precios internacionales,

CUADRO 9

BALANCE MACROECONÓMICO (PORCENTAJE DEL PIB)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (proy.)
Ahorro - inversión =							
Balance en cuenta corriente	(1,3)	(1,7)	(1,2)	(0,9)	(1,5)	(2,2)	(3,8)
Ahorro total	12,9	13,6	16,0	18,3	19,3	21,2	18,4
Inversión total	14,3	15,3	17,2	19,2	20,8	23,5	22,2

(proy.) proyectado.

Fuente: Banco de la República, Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Departamento Nacional de Planeación.

Los proyectos ya anunciado de inversión extranjera directa no deberían afectarse por la mayor incertidumbre en EE.UU.

que podrían compensar, al menos parcialmente, el descenso en la demanda externa por nuestros productos de exportación. Por otro lado, se proyecta un crecimiento importante de las importaciones del país, que estaría asociado tanto con los proyectos de inversión (parte de los cuales iniciaron el año anterior), como con las compras de armas y equipo militar, las cuales alcanzarían un valor equivalente a 0,8% del PIB. Todo lo anterior, sumado a la incertidumbre en torno de la magnitud de la desaceleración en EE. UU. y sus posibles efectos sobre el crecimiento mundial y los precios internacionales de los productos básicos, permiten proyectar una ampliación del déficit en cuenta corriente para 2008, frente al estimado para 2007.

Con respecto a los flujos de capital y la tasa de cambio, el escenario central del Banco supone que el descenso en las tasas de interés de la Fed podría ser compensado con el aumento de la prima de riesgo para el país, de forma que su efecto sería neutro sobre los flujos de capital de portafolio. En cuanto a la inversión extranjera directa, no se espera que las decisiones de los inversionistas con respecto a proyectos ya anunciados se vean afectadas por la incertidumbre sobre la recesión en los Estados Unidos. Por último, para 2008 se espera un mayor endeudamiento externo por parte del sector público, frente al observado en 2007. Con todo lo anterior, en promedio para todo 2008, la tasa de cambio podría mantenerse relativamente estable.

C. PRONÓSTICOS DEL PIB PARA 2008

Para 2008 se espera que el crecimiento continúe moderándose, en parte, como respuesta a los ajustes de política monetaria adelantados desde mediados de 2006. Adicionalmente, en 2008 se harán presentes otros factores que pueden contribuir a un menor dinamismo de la economía, principalmente originados en el contexto externo:

- El primero de ellos es un crecimiento en EE. UU. y en el resto del mundo inferior al observado en años anteriores, lo cual afectaría el desempeño de nuestras exportaciones, los términos de intercambio, las remesas del exterior y los flujos de capital.
- Otro factor tiene que ver con el comercio con Venezuela, que en años recientes ha tenido un fuerte dinamismo, el cual ha acelerado el crecimiento industrial y agrícola en Colombia. Para 2008 se espera que este efecto se modere, a lo cual se sumarían las restricciones al comercio anunciadas por el gobierno del vecino país.
- Un tercer factor es la posible pérdida en el poder adquisitivo de los hogares, como consecuencia de los aumentos en los precios de los alimentos y de los combustibles. Esto puede tener repercusiones adicionales sobre el consumo privado.

Para 2008 el crecimiento colombiano continuará moderándose...

La amplia volatilidad en el contexto externo se traduce en una mayor incertidumbre a nivel interno. Con base en diversos ejercicios se estima que la respuesta del

crecimiento del PIB colombiano ante una reducción de 1 pp en la tasa de expansión de la economía de los Estados Unidos se sitúa entre 0,8% y 1,2%. Este efecto tiene en cuenta los diferentes canales mediante los cuales se transmitiría el menor crecimiento económico de EE. UU., y que se enunciaron en la sección anterior. Cabe resaltar que, aunque el rango de respuesta es reducido, la incertidumbre sobre el tamaño del choque es importante. Además, hay que tener en cuenta que en la última década y media las relaciones entre los ciclos económicos de Colombia y EE. UU. ha sido baja.

... no obstante la incertidumbre sobre el crecimiento es alta.

Para este informe se efectuaron varios pronósticos de crecimiento para Colombia utilizando diversas metodologías, en donde se tuvo en cuenta la incertidumbre sobre el contexto externo y las tendencias internas recientes. En todos los casos se consideró un mayor déficit en cuenta corriente para 2008, frente al esperado en 2007, en parte como consecuencia de un aumento en las importaciones de maquinaria y equipo militar. Así mismo, se supuso que la dinámica favorable para la inversión extranjera directa observada en años recientes continuaría en 2008. Este último pronóstico contempla varios proyectos de infraestructura que se han anunciado para 2008, tales como la ampliación de la refinería de Cartagena y obras de ingeniería civil relacionadas con el desarrollo del plan vial nacional.

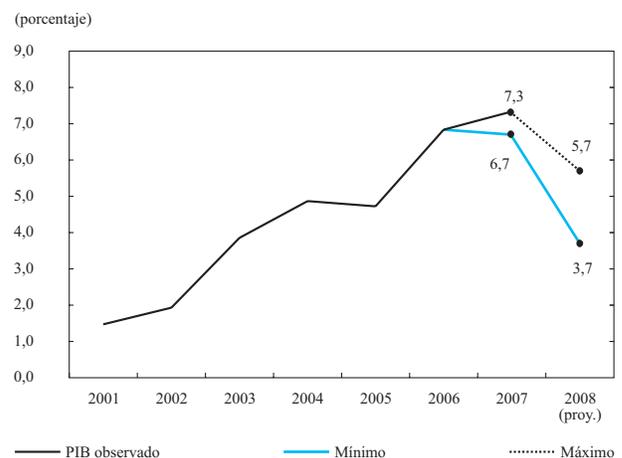
Los pronósticos también consideran un aumento del ingreso nacional por una expansión de la producción petrolera y por unos términos de intercambio relativamente favorables. Sin embargo, en un escenario de recesión marcada en los Estados Unidos se esperarían menores términos de intercambio, con efectos negativos sobre el ingreso. Para el gasto público se supone un rango de crecimiento entre 4% y 6% en el caso del consumo y entre 10% y 15% para la inversión.

En materia de exportaciones a Venezuela los pronósticos tienen en cuenta para 2008 una reducción del 50% del valor de las ventas de automóviles a ese país en 2007. Cabe señalar que el año pasado las exportaciones de vehículos representaron el 19% de las exportaciones totales a Venezuela, y el 7,6% de las exportaciones industriales a todos los destinos. Se estima que el impacto sobre el PIB debido a esta restricción al comercio sería de 0,2 pp, suponiendo que las ventas hacia otros destinos o al interior del país no compensen las reducciones del mercado venezolano.

Así las cosas, el rango estimado para el crecimiento del PIB en 2008 se situaría entre 3,7% y 5,7% (Gráfico 40), inferior al proyectado en el informe del trimestre anterior (4,5% a 6,5%). La parte baja del rango correspondería a una recesión marcada en EE. UU., con un efecto más fuerte sobre los términos de intercambio, el crecimiento de los socios comerciales y las ventas a Venezuela.

GRÁFICO 40

CRECIMIENTO ANUAL REAL DEL PIB



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

Los pronósticos indican que las tendencias de los diferentes tipos de gasto observadas en los dos trimestres pasados se mantendrían durante 2008. En particular, el consumo de los hogares continuaría desacelerándose a un ritmo moderado, respondiendo a las mayores tasas de interés y a una expansión del crédito más lenta. El comportamiento de las exportaciones y de la inversión estaría fuertemente asociado con el escenario del contexto externo que se considere; así, con una desaceleración no muy profunda en los Estados Unidos, la inversión y las exportaciones no se verían afectadas sustancialmente.

Teniendo en cuenta lo anterior, y dadas las circunstancias internas y externas actuales, lo más probable es que el crecimiento del PIB se sitúe en la parte superior del intervalo previsto. En este sentido, las nuevas proyecciones son algo menores frente a las consideradas por el promedio de los analistas (5,3%), quienes mantuvieron sus estimaciones para 2008.

Dado el pronóstico más probable, los riesgos más importantes son a la baja, debidos a la difícil coyuntura externa y a los problemas que actualmente enfrentan las exportaciones a Venezuela. Los riesgos al alza se originarían por un mayor gasto público (consumo e inversión) y mayores flujos de capital hacia el país en un escenario externo favorable, donde no se aumente sustancialmente la percepción de riesgo, y donde el diferencial de rentabilidades opere en favor de Colombia.

D. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

1. Pronósticos

Varios de los riesgos previstos para 2008 en los informes anteriores se han materializado, lo que ha aumentado los pronósticos de inflación. Los incrementos se presentaron principalmente en la inflación de alimentos, y en menor medida en la inflación sin alimentos. Como resultado de ello la inflación total al consumidor proyectada para todo 2008 y para comienzos de 2009 es ahora mayor que la prevista en el *Informe sobre Inflación* de septiembre.

La senda central del pronóstico indica que la inflación al consumidor podría terminar 2008 en 4,7%, por encima del rango meta establecido por la autoridad monetaria (entre 3,5% y 4,5%). La inflación se reduciría sobre todo durante el primer semestre (Cuadro 10). Cabe señalar que en el informe de septiembre el pronóstico para finales de 2008 era 4,3%.

Las razones que explican los pronósticos al alza son varias, pero sobresalen mayores presiones provenientes de los precios de los combustibles y de los alimentos, el mayor papel de las expectativas de inflación y de la inercia inflacionaria, dado el aumento del IPC en el cuarto trimestre de 2007, junto con el incumplimiento de la meta. Los pronósticos también muestran que las presiones originadas en los excesos de demanda se mantendrían durante buena parte de 2008 y que empezarían a ceder hacia 2009.

*Los pronósticos de
inflación aumentaron...*

PRÓNOSTICOS DEL MODELO CENTRAL (MMT) ^{a/}
(PORCENTAJE)

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

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

Por canastas, el cambio principal se presentaría en la inflación de alimentos (Cuadro 10). Para el cuarto trimestre de 2008 se espera que la inflación de este grupo se encuentre en 5,9%, por debajo de la observada a finales de 2007, pero todavía por encima del techo de la meta y de la inflación total, con lo cual el precio relativo de los alimentos continuaría exhibiendo una tendencia creciente tal y como viene sucediendo desde 2001. Las razones principales que explican el aumento de la proyección son:

1. Los precios internacionales de los alimentos aumentaron a finales de año más de lo previsto, y esto determinará presiones sobre los precios internos durante parte de 2008, especialmente en productos directamente importados como cereales y aceites, pero también en productos como carnes y lácteos vía mayores costos de producción o por desviación del comercio, entre otros. La senda central de este informe supone que durante 2008 y 2009 los precios internacionales de los alimentos permanecerán en los altos niveles observados a finales de 2007, pero no contempla aumentos adicionales.
2. El incremento de los precios de los combustibles en los últimos meses por encima de los niveles previstos en informes anteriores, y su efecto sobre los insumos agrícolas y sobre los costos de transporte, puede conducir a presiones sobre los alimentos en 2008 en magnitudes mayores que las consideradas en las proyecciones anteriores.
3. Según información suministrada por el gremio ganadero y teniendo en cuenta la reducción del sacrificio de ganado observada en el cuarto trimestre, la ganadería colombiana estaría entrando en una fase de retención, luego de

... en parte por la evolución esperada en los precios de los alimentos.

En 2008 los precios de los regulados seguirán sometidos a presiones por cuenta de los altos precios del petróleo.

una fase atípicamente larga de liquidación. Si esto se confirma, la oferta de carne podría tener un crecimiento limitado en 2008 e incluso en 2009 generando presiones alcistas sobre sus precios. Esta circunstancia no fue contemplada plenamente en el informe de septiembre, pero la senda central del informe actual sí la considera.

4. Las condiciones climáticas durante la primera mitad de 2008 debido a un fenómeno de La Niña ya anunciado pueden producir interrupciones temporales de la oferta de algunos productos con el consiguiente aumento de sus precios.
5. Durante 2007 la inflación de alimentos también resultó afectada por la dinámica de la demanda externa e interna. Los pronósticos de crecimiento y de brecha presentados en secciones precedentes sugieren que, aunque menores, dichas presiones se mantendrían durante parte de 2008. Los alimentos procesados y semiprocados y las comidas fuera del hogar serían los más afectados.

Con respecto a la inflación sin alimentos la proyección más probable del banco indica que ésta se situaría en 4,3% para finales de 2008 (Cuadro 10). Este dato es 30 pb mayor frente al presentado en el informe de septiembre, pero ligeramente menor que el observado en diciembre de 2007 y, además, se sitúa dentro del rango meta establecido por la JDBR. De acuerdo con los modelos del Banco, la inflación sin alimentos puede mantenerse inmodificada en el primer semestre, y caerá lentamente a partir del segundo semestre y durante 2009.

Dentro del IPC sin alimentos, la inflación de los grupos de regulados y de transables sin regulados fue revisada al alza. En cuanto a los regulados esto se explica por los incrementos recientes en el precio internacional del petróleo y su posible efecto sobre los precios internos de los combustibles y del transporte. Sin embargo, los resultados finales dependerán de las acciones del Gobierno sobre el desmonte de los subsidios. En los servicios públicos regulados también podrían observarse algunos aumentos por encima de la meta de inflación.

Por su parte, frente a lo contemplado en el informe de septiembre el aumento de la inflación en transables sin alimentos ni regulados está relacionado con el repunte que se observó a finales de año y el mayor componente inercial que de él se deriva para 2008. Aunque no es claro el origen de la aceleración de la inflación en este grupo durante el cuarto trimestre de 2007, algunos indicios apuntan hacia mayores presiones por cuenta de los precios internacionales de los combustibles y su efecto sobre los petroquímicos: por rubros los mayores aumentos se reportaron en detergentes, jabones, ceras, y baterías. Tampoco se puede descartar la presencia de presiones de demanda, en especial porque los bienes identificados, junto con las medicinas, tienden a presentar mercados más concentrados y con mayor poder de fijación de precios. Lo que se puede descartar es la existencia de presiones por el lado del tipo de cambio, dada la apreciación de 2007. Para 2008 tampoco se prevén presiones importantes en este frente, dados los pronósticos de balanza de pagos reseñados.

Finalmente, lo previsto para la inflación de no transables sin alimentos ni regulados se revisó a la baja como consecuencia de la reducción observada a finales de 2007, la cual no fue anticipada por los modelos del banco. De acuerdo con dichos modelos, la inflación de este grupo tiene un componente autorregresivo importante.

La inflación de no transables se mantendrá por encima de la meta durante 2008.

Los aumentos de la tasa de interés del Banco de la República permitirían algún alivio a partir del segundo semestre en los no transables; sin embargo, la senda se mantendría por encima del techo del rango meta durante 2008 y 2009, lo que obedecería a la presencia de excesos de demanda y de unas expectativas de inflación relativamente altas, que se sumarían a un elemento de inercia considerable.

En síntesis, las nuevas proyecciones sugieren que la inflación se mantendrá en un nivel alto en relación con las metas durante más tiempo del que se preveía en informes anteriores. Para 2008 se seguirán observando presiones de demanda y de expectativas, aunque se espera que estas cedan paulatinamente como resultado de las acciones de política monetaria. En este contexto, la tendencia hacia la moderación del crecimiento presenciada durante el segundo semestre de 2007 deberá consolidarse en 2008 para permitir que los excesos de demanda disminuyan.

Los alimentos y combustibles continuarán siendo una fuente importante de presiones inflacionarias, en parte, como resultado de circunstancias externas. Adicionalmente, en 2008 no se esperan presiones inflacionarias por cuenta del tipo de cambio. Como es usual, las proyecciones reseñadas se obtienen considerando una política monetaria activa que se ajusta para garantizar el cumplimiento del rango meta de largo plazo (entre 2% y 4%).

2. Riesgos

En esta oportunidad la valoración de los riesgos resulta más compleja que la usual, debida al alto grado de incertidumbre que se enfrenta en el contexto externo. Esto ha hecho que la amplitud del balance de riesgos (*Fan Chart*) aumente frente al considerado en informes anteriores. Para este informe, dicho balance se encuentra un poco sesgado a la baja en relación con una senda central de pronóstico que es alta frente a las metas de la JDBR. Esto por cuanto el contexto externo tiene una importancia considerable en los pronósticos de inflación, dada la multiplicidad de canales a través de los que actúa. A pesar de ello, los riesgos al alza no son despreciables.

Riesgos a la baja:

- En la actualidad los riesgos externos apuntan hacia un menor crecimiento de los EE. UU. y de las economías desarrolladas, en comparación con lo previsto en el escenario central. Este riesgo, además, ha venido creciendo con la nueva información que señala un fuerte debilitamiento de la actividad económica en dicho país y que además sugiere que la desaceleración podría ser más prolongada que la prevista y con efectos importantes sobre los mercados financieros mundiales. Si se llegan a materializar estos temores,

En 2008 se observarán todavía presiones de demanda, aunque éstas decrecerían como resultado de las acciones de política monetaria.

La incertidumbre de los pronósticos de inflación se amplió considerablemente.

las posibilidades de crecimiento económico en Colombia tenderían a ser menores que las consideradas en el pronóstico central. Ello podría aliviar en parte los excesos de demanda y disminuir las presiones sobre precios.

- En la actualidad no se descarta plenamente la existencia de una brecha del producto menor que la estimada para el informe pasado (por ejemplo, como resultado de la fuerte inversión de los años recientes). En este caso, algunas canastas, y en particular la de no transables sin alimentos ni regulados, podrían registrar menores inflaciones para 2008 en comparación con lo previsto en la senda central.

Los riesgos al alza:

- El pronóstico central supone que la credibilidad de la política monetaria continúa siendo alta y que las expectativas de inflación no se alejan de las metas en el medio y largo plazos. No obstante, recientemente dichas expectativas aumentaron de manera importante, y esto se dio en el contexto de una inflación que superó a la meta, y que por primera vez desde 1997 terminó por encima del registro del año anterior. Un riesgo muy importante sería entonces, que las expectativas se mantuvieran altas por mucho tiempo, y que esto terminara siendo incorporado en los contratos salariales y de precios. De esta forma, choques transitorios de precios podrían afectar la inflación por un mayor tiempo. La alta inercia que tradicionalmente exhibe la inflación en Colombia y los mecanismos de indexación todavía activos pueden aumentar aún más este riesgo.
- El comportamiento reciente de la tasa de desempleo da cuenta de un mercado laboral dinámico y que podría estrecharse. Esta circunstancia podría generar presiones sobre los salarios mayores que las previstas en la senda central del pronóstico, con efectos alcistas sobre la inflación.
- A pesar de los riesgos de desaceleración económica mundial, en meses recientes, incluidas las primeras semanas de enero, los precios del petróleo se han mantenido en niveles muy altos y por encima de lo previsto en este informe para 2008. De mantenerse estos niveles los efectos sobre los precios internos de los combustibles, sobre el transporte público, y en general sobre los costos de producción, podrían superar lo contemplado en el pronóstico central de inflación.
- En el escenario central no se contemplan aumentos de los precios externos de los alimentos por encima de los niveles observados a finales de 2007. Sin embargo, estos siguieron aumentando en las primeras semanas de enero. Esta tendencia se ha dado pese a la mayor posibilidad de una recesión en EE. UU. Así las cosas, para 2008 no se descarta el surgimiento de choques adicionales sobre la inflación de alimentos importados en Colombia.

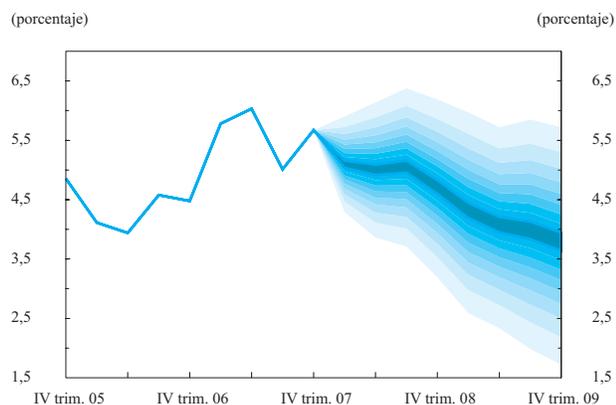
Expectativas de inflación elevadas son un riesgo importante que enfrenta el cumplimiento de las metas.

No obstante los sesgos bajistas en el contexto externo, conviene tener en cuenta que en el pasado los ciclos económicos de Colombia y de las economías más grandes no siempre han estado sincronizados. Además, en la actualidad existen factores, tales como los altos términos de intercambio, que aumentan la probabilidad de observar dicha desconexión. Por otro lado, el riesgo externo genera un sesgo a la baja en la inflación, siempre y cuando no acarree presiones hacia la depreciación del tipo de cambio como se supone en este informe. Sin embargo, en el frente cambiario la incertidumbre es hoy en día más pronunciada en comparación con los trimestres anteriores.

En el Gráfico 41 se presenta el balance de riesgos condensado en el *Fan Chart* y en la tabla de probabilidades anexa. Los resultados tienen implícita una política monetaria activa que se ajusta para garantizar el cumplimiento de las metas de inflación en el largo plazo y para estabilizar el producto.

GRÁFICO 41

DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDADES DEL PRONÓSTICO DE LA INFLACIÓN (FAN CHART) ^{a/}



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

Rangos de inflación (%)	Probabilidad (%)	
	Diciembre 2008	Diciembre 2009
mayor a 5,5	19,1	7,3
menor a 5,5	80,9	92,7
menor a 5,0	62,4	84,7
menor a 4,5	40,8	72,4
menor a 4,0	21,9	56,8
menor a 3,5	9,4	40,6
menor a 3,0	3,2	26,1

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

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 2008 y 2009. Al momento de la consulta los agentes contaban con información a diciembre de 2007.

1. Proyecciones para 2008

En el Cuadro A1 se presentan los pronósticos para 2008: en promedio, tanto los analistas locales como los extranjeros esperan un crecimiento económico de 5,3%, esto es, 7 pb por encima publicado el pronóstico del trimestre anterior. El buen momento que muestran los indicadores económicos de demanda y oferta, el alto crecimiento del crédito y un Índice de confianza del consumidor (de Fedesarrollo), con registros históricamente altos explican en parte estas revisiones al alza.

Aunque la expectativa de crecimiento de 5,3% en 2008 implica una desaceleración, con respecto a los registros de 2007 y 2006, de confirmarse, se completaría un lustro de crecimientos cercanos o superiores a 5%. Se prevé que esta proyección de crecimiento de la actividad económica para el presente año es más sostenible, y que no conllevaría a desequilibrios macroeconómicos hacia mediano plazo.

CUADRO A1
PROYECCIONES PARA 2008

	Crecimiento del PIB real (%)	Inflación IPC (%)	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (%)	Déficit fiscal (% del PIB)	Tasa de desempleo, trece ciudades (%)
Analistas locales						
Alianza Valores	4,8	4,6	1.969	8,9	1,5	13,5
Anif	5,5	4,4	n.d.	n.d.	1,4	n.d.
Banco de Bogotá	5,5	5,0	2.100	8,8	0,5	10,0
Banco Santander	5,3	4,6	2.115	8,0	1,4	10,1
Bancolombia-Suvalor	5,6	4,4	2.078	8,8	1,4	n.d.
BBVA Colombia	5,4	4,5	2.215	9,5	1,4	n.d.
Corficolombiana-Corfivalle	5,6	4,4	2.078	8,8	1,4	n.d.
Corredores Asociados	5,0	4,2	2.150	8,4	1,5	10,5
Correval	5,0	4,6	2.055	8,8	1,4	n.d.
Fedesarrollo	5,7	4,2	2.115	n.d.	1,4	n.d.
Promedio	5,3	4,5	2.097	8,7	1,3	11,0
Analistas externos						
Bear Stearns	5,7	4,3	2.000	9,1	1,0	9,0
Citi Bank	5,3	4,8	2.000	9,5	3,5	11,0
CS First Boston	5,0	4,5	2.250	n.d.	1,6	n.d.
Deutsche Bank	5,5	4,2	2.231	n.d.	0,8	n.d.
Goldman Sachs	4,9	4,4	2.120	n.d.	1,4	n.d.
Promedio	5,3	4,4	2.120	9,3	1,7	10,0

n.d. no disponible.

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

En cuanto a la inflación, el pronóstico de los analistas locales aumentó 20 pb y se situó en 4,5%, mientras que el de los extranjeros aumentó 50 pb y se ubicó en 5%. Al igual que tres meses atrás, las expectativas continúan por encima del rango meta fijado para 2008 (entre 3,5% y 4,5%). Este resultado es coherente con el de la Encuesta trimestral de expectativas de diciembre del Banco de la República, en la que sólo el 17% de los entrevistados cree que la meta de inflación fijada para 2008 se cumplirá.

Con respecto al tipo de cambio los pronósticos se redujeron: en promedio, los analistas esperan que la TRM termine el año en \$2.108, es decir, una depreciación de 4,2%, si se compara con el nivel de la tasa de cambio de finales de 2007. La máxima depreciación esperada es de 10,5% (\$2.250 por dólar) y la mínima de -2,3% (\$1.969 por dólar), lo cual refleja el alto grado de incertidumbre del mercado sobre el desarrollo futuro de esta variable. La posibilidad de que los Estados Unidos entre en recesión, y el efecto que pueda tener sobre la cuenta corriente (exportaciones, remesas, entre otros) y los flujos de capital de nuestra economía, puede ser la causa de dicha volatilidad.

Para la DTF los analistas esperan que termine 2008 en 8,9%, lo que implica una relativa estabilidad en las tasas pasivas. En cuanto al déficit fiscal consolidado en promedio los analistas esperan que sea del orden de 1,4% del PIB, de acuerdo con la proyección más reciente del Consejo Superior de la Política Fiscal (Confis) para el sector público consolidado. Por último, el pronóstico de la tasa de desempleo en trece ciudades se mantuvo en 10,7%.

2. Proyecciones para 2009

Para 2009 se prevé en promedio un crecimiento de 4,9% y una inflación de 3,9%, cerca del techo del rango meta de largo plazo (entre 2% y 4%). En cuanto al tipo de cambio, se espera en promedio una devaluación anual de 2,7%. De esta manera, según los analistas locales, a finales de 2009 la TRM se ubicaría alrededor de \$2.180, y para los extranjeros en \$2.220, lo que implica que, en promedio, habría una apreciación acumulada de 8% entre 2008 y 2009, frente a lo reportado a diciembre de 2007.

CUADRO A2
PROYECCIONES PARA 2009

	Crecimiento del PIB real (%)	Inflación IPC (%)	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	n.d.	n.d.	n.d.
Anif	n.d.	n.d.	n.d.
Banco de Bogotá	4,5	4,5	2.200
Banco Santander	5,0	4,2	2.200
Bancolombia-Suvalor	5,0	3,5	2.036
BBVA Colombia	4,5	4,1	2.289
Corficolombiana-Corfivalle	5,0	3,5	2.036
Corredores Asociados	5,5	4,0	2.300
Correval	5,0	4,0	n.d.
Fedesarrollo	5,1	3,7	2.194
Promedio	5,0	3,9	2.179
Analistas externos			
Bear Stearns	5,0	4,0	2.050
Citi Bank	n.d.	n.d.	n.d.
CS First Boston	4,5	4,0	2.320
Deutsche Bank	5,3	3,7	2.303
Goldman Sachs	4,6	4,0	2.200
Promedio	4,9	3,9	2.218

n.d. no disponible.

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