



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Marzo de 2008



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Marzo de 2008

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	8
Índice de cuadros	9
Evaluación de la situación inflacionaria y decisiones de política	11
I. Desarrollos recientes de la inflación	17
A. Inflación básica	19
B. Inflación de alimentos	20
C. Factores que determinan la inflación	21
II. Mercados financieros	31
A. Contexto internacional	31
B. Mercados financieros	34
Recuadro: Efecto de una recesión de la economía estadounidense sobre Colombia	42
III. Perspectivas macroeconómicas	47
A. Contexto internacional	47
B. Balanza de pagos	52
C. Crecimiento interno	52
D. Pronósticos de inflación	55
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	61

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Inflación anual al consumidor	17
Gráfico 2	Indicadores de inflación básica	19
Gráfico 3	IPC de regulados	19
Gráfico 4	IPC de transables y no transables sin alimentos ni regulados	20
Gráfico 5	IPC de no transables: arriendos y resto	20
Gráfico 6	IPC de alimentos	20
Gráfico 7	Descomposición de la inflación de alimentos	21
Gráfico 8	Crecimiento anual del PIB	22
Gráfico 9	Crecimiento del PIB en 2007	22
Gráfico 10	Crecimiento del consumo de los hogares en 2007	22
Gráfico 11	Crecimiento anual del PIB de transables y no transables	24
Gráfico 12	Demanda esperada en los próximos doce meses frente a la capacidad instalada	25
Gráfico 13	Tasa de desempleo y Nairu	25
Gráfico 14	Crecimiento del PIB observado y del potencial	25
Gráfico 15	Brecha del producto	26
Gráfico 16	A. Índice de salarios nominales en la industria y el comercio B. Índice de salarios para la construcción pesada	26 26
Gráfico 17	Creación de empleo	27
Gráfico 18	Tasa de subempleo objetivo	28
Gráfico 19	Empleo en la industria y el comercio	28
Gráfico 20	IPP por ramas	29
Gráfico 21	IPP total y por procedencia	29
Gráfico 22	Índices de costos a partir de la MCS	29
Gráfico 23	Inflación observada y expectativas de inflación	30
Gráfico 24	Expectativas de inflación	30
Gráfico 25	Mercado interbancario: tasas <i>Libor</i> frente a <i>T-bill</i> a tres meses	32
Gráfico 26	Tasas de papeles comerciales de los Estados Unidos a 90 días	32
Gráfico 27	A. Restricciones en el crédito hipotecario B. Restricciones en el crédito de consumo	33 33

Gráfico 28	A. Aversión al riesgo internacional B. Índice del comportamiento accionario y bono genérico a dos años del Tesoro de los Estados Unidos	34 34
Gráfico 29	Tasa de cambio nominal de diferentes países latinoamericanos frente al dólar	34
Gráfico 30	A. EMBI+ y <i>spread</i> de los bonos corporativos de los Estados Unidos B. <i>Spreads</i> de deuda corporativa emergente	35 35
Gráfico 31	A. Base monetaria por usos B. Agregados monetarios y depósitos	36 36
Gráfico 32	Total de depósitos y sus principales componentes	36
Gráfico 33	Captación CDT	36
Gráfico 34	Cartera bruta con <i>leasing</i> M/L	37
Gráfico 35	Desembolsos mensuales de crédito de consumo	37
Gráfico 36	Desembolsos mensuales de crédito de vivienda	37
Gráfico 37	Desembolsos mensuales por tipo de crédito: A. Crédito ordinario B. Crédito de tesorería C. Crédito preferencial	38 38 38
Gráfico 38	Crédito M/E y endeudamiento externo del sector privado no financiero	39
Gráfico 39	Crédito del sistema financiero y endeudamiento del sector privado	39
Gráfico 40	A. Tasa de interés activa real B. DTF real	41 41
Gráfico 41	Permisos de iniciación y construcción de vivienda en los Estados Unidos	48
Gráfico 42	Índice del precio de la vivienda real	48
Gráfico 43	Inflación anual al consumidor en los Estados Unidos	50
Gráfico 44	Encuesta de expectativas de inflación a un año para los Estados Unidos	50
Gráfico 45	Precio del petróleo (WTI), Bolsa de Nueva York	50
Gráfico 46	Índice de precios del total de <i>commodities</i> , sin petróleo (WCF)	51
Gráfico 47	Pronóstico de crecimiento del PIB para 2008	54
Gráfico 48	Consumo de los hogares y encuesta de consumo de Fedesarrollo	55
Gráfico 49	Distribución de probabilidades del pronóstico de inflación (<i>Fan Chart</i>)	60

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Inflación anual observada y pronosticada para marzo de 2008	18
Cuadro 2	Descomposición de la inflación anual según presiones alcistas	18
Cuadro 3	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto, 2006 y 2007	23
Cuadro 4	Exportaciones e importaciones de Colombia	23
Cuadro 5	Crecimiento real anual del PIB sectorial	24
Cuadro 6	Indicadores del mercado laboral (trimestre móvil)	27
Cuadro 7	Indicadores de seguridad social en el total nacional	28
Cuadro 8	Tasas de interés	40
Cuadro 9	Pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales	49
Cuadro 10	Precios internacionales	51
Cuadro 11	Escenario central por tipo de gasto	56
Cuadro 12	Pronósticos del modelo central (MMT)	57

EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA

En marzo de 2008 el índice de precios al consumidor (IPC) presentó un incremento anual de 5,93%, tasa superior al registrado un trimestre atrás y mayor en 143 puntos básicos (pb) que el límite superior del rango meta de inflación establecido para 2008. Cerca de la mitad de la aceleración del IPC (45%) observada en el trimestre fue explicada por el incremento en los precios de los alimentos, en particular por aquellos que se vieron influenciados por el aumento en los precios internacionales de los productos básicos.

La inflación sin alimentos en marzo de 2008 (4,67%), que registró un incremento de 24 pb con respecto a diciembre de 2007, explicó el restante 55% del aumento de la inflación del trimestre. Dicho incremento se originó principalmente por las alzas en los precios de bienes y servicios regulados, en especial por el aumento en el precio de los combustibles, y en menor medida por el ajuste en las tarifas de los servicios públicos, tales como el acueducto y la energía.

Sin embargo, se presentaron otros factores que sugirieron la presencia de presiones inflacionarias, originadas en su mayor parte por la dinámica de la demanda interna, los cuales se describen a continuación:

1. Las diferentes medidas de inflación básica, que pretenden no incluir los precios de bienes y servicios que se ven afectados por choques temporales de oferta y dejar aquellos que son influenciados, por las medidas de política monetaria, continuaron en niveles altos a lo largo del primer trimestre de 2008 y no muestran signos de descenso.
2. La inflación de no transables sin alimentos ni regulados, la cual está determinada principalmente por la dinámica de la demanda interna, descendió entre enero y marzo de 2008, pero continúa registrando tasas anuales superiores al rango meta de inflación del presente año.
3. Durante el primer trimestre de 2008 el peso colombiano se apreció 14% (promedio anual). Esto estuvo acompañado por entradas importantes de

inversión extranjera directa, en su mayoría orientadas al sector petrolero y minero, con algunas inversiones específicas a empresas de otros sectores. Sin embargo, la revaluación del peso no se ha reflejado en una menor inflación de aquellos bienes y servicios que se ven afectados por la tasa de cambio. Por el contrario, en el primer trimestre se registró una leve tendencia al alza en la inflación de transables sin alimentos ni regulados.

4. En el cuarto trimestre de 2007 el crecimiento del producto interno bruto (PIB) (8,1%) y de la demanda interna (10%) superaron ampliamente los pronósticos del Banco y las expectativas del mercado, y continuaron registrando niveles mayores que la capacidad productiva de la economía. De esta forma, en 2007 la expansión acumulada del PIB real terminó en 7,5%. Entre el primero y el tercer trimestre del año pasado el crecimiento de la demanda tendió a moderarse; no obstante, para el cuarto se aceleró, hecho que se explicó por un mayor dinamismo de la inversión y del consumo.
5. Para el primer trimestre de 2008 los datos de la actividad económica muestran que, si bien la demanda agregada se ha desacelerado, aún continúa robusta. Entre enero y marzo el promedio del indicador de confianza de los consumidores de Fedesarrollo registró niveles cercanos a la media de 2007. Por su parte, en febrero de 2008 se observó un crecimiento importante de las ventas minoristas del comercio (6,9% real) y las importaciones de bienes de consumo también presentaron tasas elevadas.
6. Por el lado de la oferta, en febrero de 2008 el crecimiento de la industria continuó exhibiendo menores tasas, pero registró una variación anual más elevada que su promedio histórico (incluso si no se incluye en el promedio la recesión experimentada en 1999). Los indicadores de capacidad instalada continúan desacelerándose, pero aún se mantienen en niveles elevados, cercanos a los reportados a inicios de 2006. Por su parte, los índices de balance de existencias, de volumen de pedidos y de confianza de la industria dan indicios de una desaceleración moderada, pero continúan en niveles favorables.
7. Las expectativas de inflación implícitas en los papeles de deuda del Gobierno, que presentaron un aumento en los dos primeros meses de 2008, en marzo y a comienzos de abril ya registraban descensos significativos. De todos modos, el nivel de este indicador, así como las expectativas reportadas en diferentes encuestas, continúan en tasas superiores a la meta de inflación.
8. Los agregados monetarios, que se habían comportado al alza durante el último trimestre de 2007, cambiaron su tendencia y descendieron entre enero y marzo del presente año. Sin embargo, los incrementos anuales de la base monetaria y del agregado más amplio (M3) continuaron por encima del aumento del PIB nominal estimado para el presente año. En cuanto al

crecimiento del crédito en moneda nacional, éste continuó moderándose en marzo, principalmente por la desaceleración de la cartera de consumo.

9. Las tasas de interés nominales activas y pasivas continuaron incrementándose en los tres primeros meses del año: en términos reales, las tasas de interés de créditos preferenciales se situaron por encima de su promedio histórico, mientras que la total, la de consumo y ordinario estuvieron cercanas o levemente inferiores a su media.
10. En el contexto externo, a finales de 2007 y comienzos de 2008 las noticias señalaban la probabilidad de que se presentara una contracción económica en los Estados Unidos en el primer trimestre del presente año. La información más reciente sugiere que la desaceleración en su PIB podría no ser tan profunda como se percibía a comienzos de año. Sin embargo, la crisis en el sistema financiero y el aumento en los niveles de riesgo y en las restricciones de crédito hacen pensar que dicha economía puede registrar un período más largo de bajos crecimientos, incluyendo 2009. Por su parte, los precios de los productos básicos continuaron en niveles elevados, generando presiones inflacionarias en la economía estadounidense. Con este panorama, los mercados preveían un descenso menos pronunciado en la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos y proyectaban una posible pausa que se situaría en niveles de 2%.
11. Grandes países emergentes, como China e India, que demandan una cantidad importante de productos básicos, continuaron registrando tasas elevadas de crecimiento económico. Este hecho, unido a otros factores (como la mayor demanda por biocombustibles), ha contribuido para que los precios internacionales de varios productos básicos que exporta Colombia (petróleo, café, carbón, oro) continúen al alza.

Por todo lo anterior, en lo corrido de 2008 la Junta Directiva del Banco de la República decidió incrementar su tasa de interés de referencia en 25 pb en febrero y dejarla inalterada en 9,75% en marzo. Dada la incertidumbre derivada por la coyuntura de la economía mundial, también en marzo decidió comprar divisas mediante la utilización del mecanismo vigente de subastas de opciones para la acumulación de reservas. Estas subastas se harán mensualmente por un monto de US\$150 millones, con lo cual en un año podrían adquirirse por este mecanismo US\$1.800 millones. La Junta seguirá haciendo un cuidadoso seguimiento 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 disponible.

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 y Daira Garrido, jefa y profesionales de la Sección de Programación Macroeconómica, respectivamente; Ricardo Bernal, profesional líder en asuntos especiales del Departamento de Programación e Inflación y Eliana González, profesional experta del Departamento de Modelos Macroeconómicos.

I. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

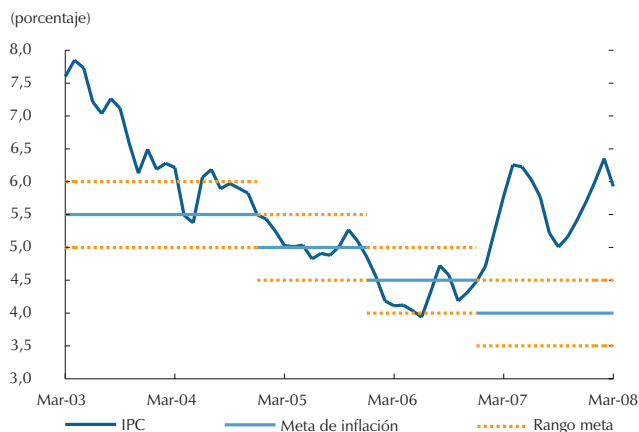
En marzo la inflación anual (5,93%) fue mayor que lo proyectado por el mercado y por el equipo técnico del Emisor. El registro fue superior al observado un trimestre atrás y al rango meta establecido para el presente año.

El incremento de la inflación en lo corrido del año se explica especialmente por los regulados y por los alimentos procesados. A los regulados los afectó el aumento de los combustibles y las tarifas de los servicios públicos. Los precios internacionales de los productos básicos impulsaron la inflación de alimentos procesados.

El crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2007 fue superior al esperado por el Banco de la República y por el mercado.

La moderación del crecimiento reportado entre enero y septiembre de 2007 se revirtió en el último trimestre del año. El consumo privado y la construcción de obras civiles fueron las que representaron mayor aceleración.

Gráfico 1
Inflación anual al consumidor



Fuente: DANE y Banco de la República.

Al cierre del primer trimestre de 2008 la inflación anual al consumidor se situó en 5,93%, nivel que supera en 24 puntos básicos (pb) a la reportada en diciembre pasado por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) y en 143 pb al límite superior del rango meta establecido para el año 2008 por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) (entre 3,5% y 4,5%). En febrero, y luego de cinco meses de aumentos consecutivos, la inflación alcanzó un máximo de 6,4%, y luego en marzo se redujo, tal como el mercado y el emisor lo esperaban (Gráfico 1).

No obstante, la inflación anual al primer trimestre de 2008 superó ampliamente lo pronosticado por el Banco

La inflación a marzo superó los pronósticos del Banco y del mercado.

en diciembre pasado (5,1%). Esta subestimación se explica en mayor medida por el comportamiento de la inflación de alimentos, la cual fue 8,6% frente a un 6,7% esperado en el informe trimestral anterior. La cifra reportada para la inflación sin alimentos (4,7%) también fue mayor que el pronóstico del Banco (4,4%). Aunque la inflación de no transables sin alimentos ni regulados coincidió con lo previsto (5,1%), las cifras para transables sin alimentos ni regulados y para regulados superaron lo estimado en el informe de diciembre (Cuadro 1).

Durante el primer trimestre la inflación continuó afectada por el aumento en el precio internacional de los combustibles y por su consiguiente efecto en los precios de los alimentos; así mismo, a nivel local la rápida expansión de la demanda interna y de la proveniente desde Venezuela, junto con un menor crecimiento cíclico de la oferta de varios alimentos perecederos, también ejercieron presiones inflacionarias. Estos efectos se manifestaron principalmente en una aceleración de la inflación de alimentos y de servicios públicos, incluido el transporte. También, la activación de los mecanismos de indexación en los servicios públicos habría contribuido a generar aumentos de precios en dichos rubros en marzo (Cuadro 2).

Cuadro 1
Inflación anual observada y pronosticada para marzo de 2008 (porcentaje)

	Pronóstico realizado en septiembre de 2007	Pronóstico realizado en diciembre de 2007	Observado
Inflación total	4,5	5,1	5,9
Inflación sin alimentos	4,3	4,4	4,7
No transables	5,4	5,1	5,1
Transables	1,2	2,0	2,6
Regulados	6,9	7,1	7,7
Inflación de alimentos	5,0	6,7	8,6

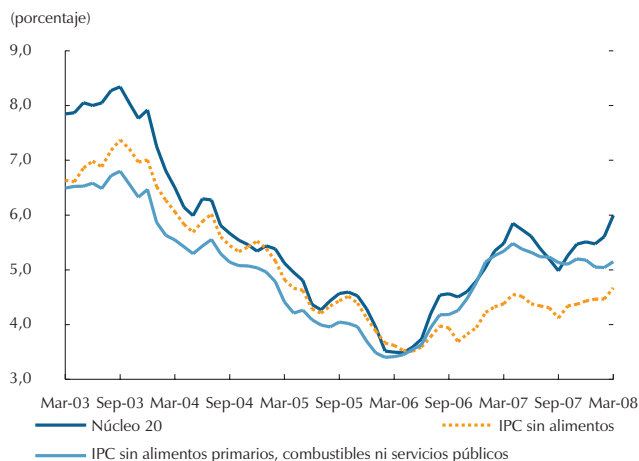
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Cuadro 2
Descomposición de la inflación anual según presiones alcistas (porcentaje)

Descripción	Ponderación	Crecimiento anual				Participación en la aceleración año corrido
		Dic-07	Ene-08	Feb-08	Mar-08	
Total	100,00	5,69	6,00	6,35	5,93	100,00
Sin alimentos	70,49	4,43	4,46	4,47	4,67	55,55
Transables	24,67	2,28	2,09	2,18	2,36	4,21
No transables	36,77	5,19	5,23	5,27	5,09	(19,38)
Regulados	9,04	6,42	6,81	6,57	7,71	70,72
Alimentos	29,51	8,51	9,39	10,47	8,61	44,45
Hortalizas, frutas, tubérculos y leche	7,15	6,66	10,44	13,68	6,59	19,69
Cereales, aceites y otros	5,35	9,12	8,62	9,15	11,13	50,68
Comidas fuera del hogar y otros	9,52	7,65	7,43	7,02	6,77	(33,03)
Carne de res y sustitutos	7,48	11,12	11,27	12,14	11,36	7,11

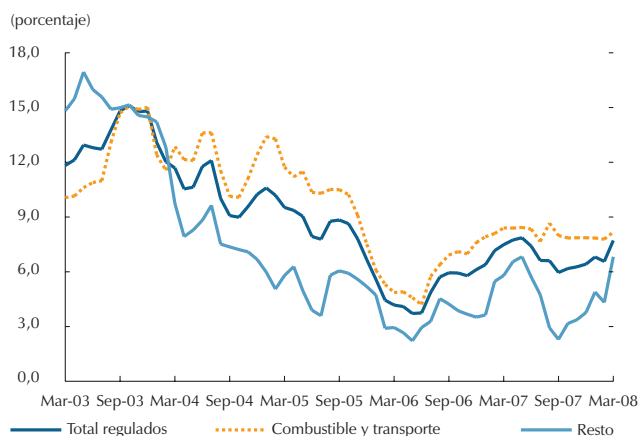
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2
Indicadores de inflación básica
variación anual



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3
IPC de regulados
variación anual



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

La inflación de regulados explicó el 71% de la aceleración de la inflación del trimestre.

A. INFLACIÓN BÁSICA

La mayoría de indicadores de inflación básica continuó aumentando durante el primer trimestre de 2008, manteniendo la tendencia que se registra desde septiembre del año pasado. El promedio de los tres indicadores se situó en marzo en 5,3%, frente a 5,0% en diciembre y 4,7% en septiembre de 2007. Los aumentos fueron importantes, principalmente en el índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos y en la inflación núcleo 20, la cual se situó en 6,0% para finales del trimestre. A esta fecha los tres indicadores superaban el techo del rango meta fijado por la JDBR. El IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos se mantuvo relativamente estable, aunque por encima de 5% (Gráfico 2).

Un cuarto indicador que excluye el IPC de alimentos y regulados registró un comportamiento más estable, cerrando el trimestre en 3,9%, un nivel próximo al punto central de la meta de 2008.

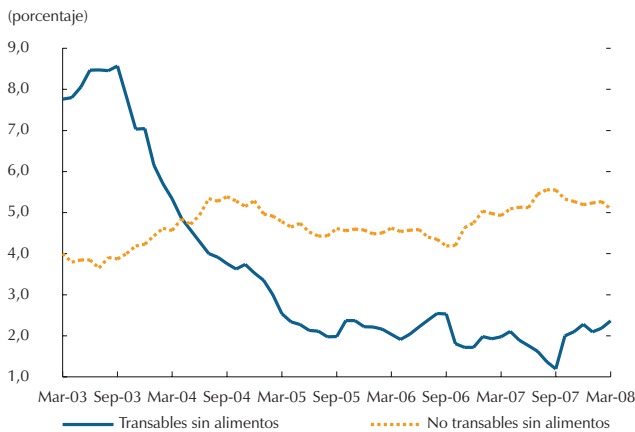
En general, los diferentes indicadores de inflación básica continuaron presionados por los precios de los alimentos no perecederos, los servicios públicos y combustibles (i. e. regulados) y, en menor medida, por los precios de varios bienes transables.

En particular, la inflación de regulados pasó de 6,4% en diciembre de 2007 a 7,7% en marzo, explicando en más de 70% el impulso inflacionario acumulado en el primer trimestre del año. A lo largo de 2007 este grupo se vio afectado por los continuos aumentos en el precio interno de la gasolina, lo cual hizo que terminara

muy por encima del objetivo inflacionario del Emisor. En lo corrido de 2008 estas presiones han continuado, y muy probablemente se extenderán al resto del año si se mantienen los altos precios del petróleo, lo cual podría transmitirse al precio interno de la gasolina y del transporte.

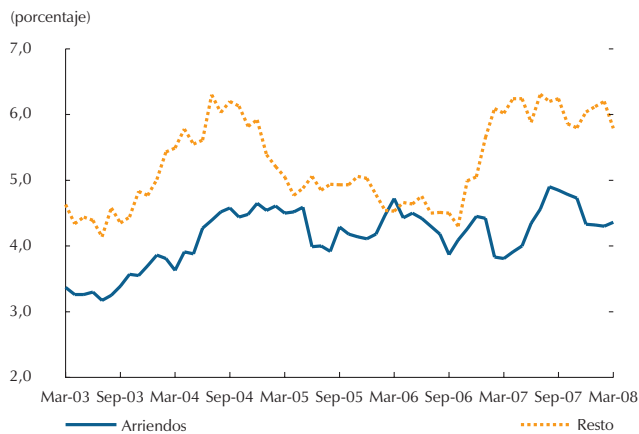
Otro factor que ha afectado los precios de los regulados tiene que ver con la indexación de las tarifas de servicios públicos, especialmente las de acueducto y energía (Gráfico 3). Las fórmulas de regulación que rigen los precios de estos servicios contemplan la revisión en las tarifas cada vez que se acumulan 3 puntos porcentuales (pp) de inflación, en donde los ajustes autorizados suelen ser de proporciones similares y se empiezan a cobrar alrededor de los dos meses siguientes. Dado el aumento de la inflación a comienzos de año y el comportamiento previsto, es probable que de nuevo se aplique el mecanismo de indexación de las tarifas en los próximos

Gráfico 4
IPC de transables y no transables sin alimentos ni regulados
variación anual



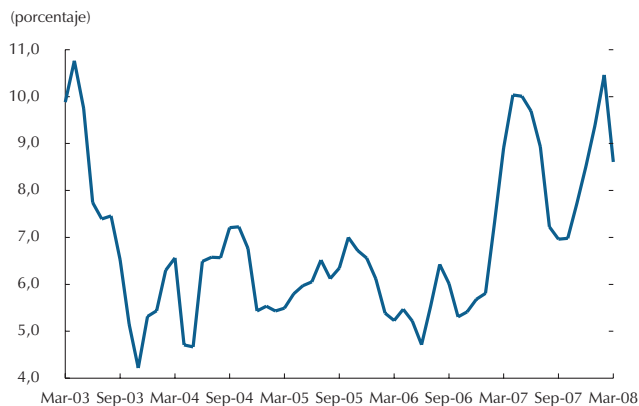
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 5
IPC de no transables: arriendos y resto
variación anual



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 6
IPC de alimentos
variación anual



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

trimestres. Así las cosas, la aceleración de la inflación en los últimos trimestres, originada en buena parte por choques exógenos a la política monetaria (precios externos de combustibles y alimentos), estaría teniendo efectos permanentes por medio de los mecanismos de indexación.

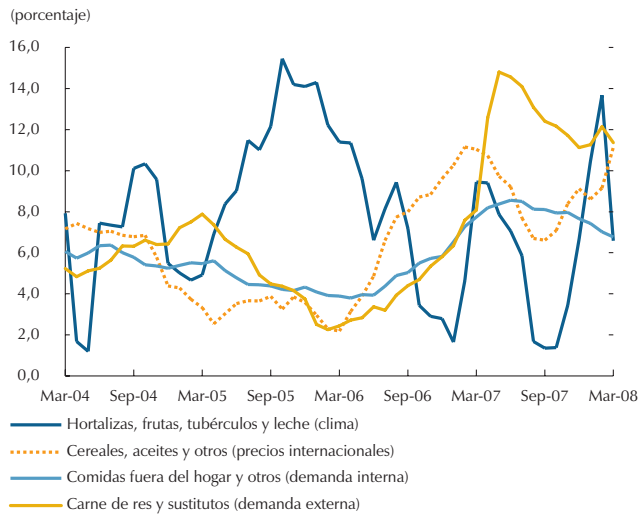
Por su parte, la inflación de transables sin alimentos ni regulados pasó de 2,3% en diciembre de 2007 a 2,4% en marzo. Aunque la inflación de este grupo se mantiene por debajo del límite inferior de la meta, viene mostrando una senda ascendente desde octubre de 2007, que no se corresponde con la importante apreciación del peso desde finales del año pasado y, sobre todo, durante el primer trimestre de 2008. Al parecer, este grupo se ha visto afectado por los crecientes y altos precios internacionales de las materias primas, que han influido sobre los precios internos de algunos productos, como artículos de aseo, baterías, medicinas, pasajes aéreos, joyería, entre otros. También las tarifas de telefonía residencial han contribuido significativamente a la expansión de la inflación del IPC transable sin alimentos ni regulados en los últimos meses (Gráfico 4).

La única subcanasta que no presionó al alza a la inflación al consumidor a comienzos de año fue el IPC de no transables sin alimentos ni regulados: de hecho, este grupo presentó un leve descenso entre diciembre y marzo (Gráfico 4 y Cuadro 1), aunque su nivel siguió superando el techo del rango meta. Dentro de los no transables se destaca la estabilidad de la inflación de los cánones de los arriendos alrededor de 4,3%, después de los descensos de finales del año pasado. En los últimos doce meses el resto del grupo se ha mantenido en niveles cercanos al 6% (Gráfico 5).

B. INFLACIÓN DE ALIMENTOS

Tal como se esperaba, entre febrero y marzo la inflación anual de alimentos se redujo de manera importante (Cuadro 2 y Gráfico 6); de esta forma se interrumpió la tendencia ascendente que traía esta variable desde septiembre del año pasado. No obstante, frente a diciembre todavía se observó un ligero repunte, con lo cual la inflación de alimentos se mantuvo muy por encima de la inflación total.

Gráfico 7
Descomposición de la inflación de alimentos
variación anual



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

La alta inflación de alimentos en lo corrido de 2008 es un fenómeno que se explica, principalmente, por los rubros internos más directamente conectados con los precios internacionales, es decir, los de los alimentos importados, tales como cereales y aceites, entre otros. De hecho, la inflación de cereales y aceites pasó de 9,1% en diciembre a 11,1% en marzo. Adicionalmente, los alimentos primarios (hortalizas, frutas, tubérculos y leche), y en menor medida la carne de res y sus sustitutos, también contribuyeron a acelerar la inflación en el primer trimestre del año (Gráfico 7).

Como se ilustró en el informe pasado, el repunte de la inflación de alimentos en 2007 y en lo corrido de 2008 no es exclusivo de Colombia, ya que su alcance es global y abarca tanto a países emergentes como desarrollados. A nivel internacional dicho fenómeno está asociado con el fuerte aumento de los precios in-

ternacionales de los combustibles, que de una parte han estimulado la sustitución de cultivos destinados a producir alimentos por cultivos para fabricar combustibles, y de la otra vienen elevando los fletes del transporte y los precios de varios agroquímicos.

Los altos precios de los alimentos a nivel internacional también obedecen al gran aumento de la demanda mundial, ante todo concentrada en los países emergentes más grandes como China e India. A ello se han sumado, incluso, fenómenos climáticos adversos que han contribuido a desabastecer el mercado mundial, y movimientos especulativos asociados con el debilitamiento mundial del dólar: por un lado, los inversionistas han tendido a buscar refugio en los mercados de productos básicos ante el aumento en la percepción de riesgo en los mercados desarrollados, por otro, los precios de las materias primas se fijan en dólares, por lo que cuando éste se debilita los precios tienden a subir. Finalmente, varios países productores de granos han comenzado a imponer restricciones a sus exportaciones agrícolas, lo cual contribuiría a generar más escasez de alimentos en el mercado internacional.

Junto con las presiones señaladas, en Colombia también los precios de los alimentos pueden estar siendo afectados por las exportaciones a Venezuela y por la eventual consolidación de una fase de retención ganadera.

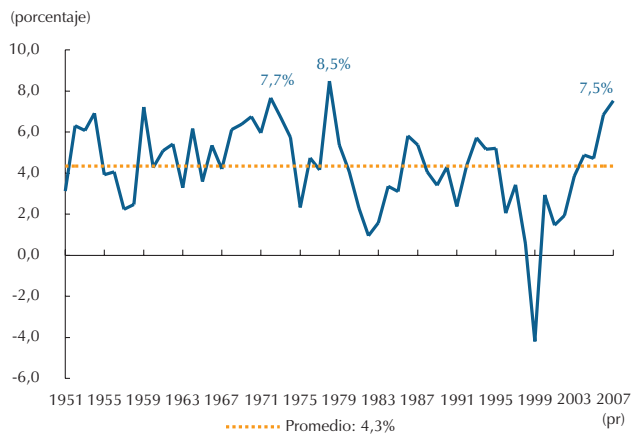
C. FACTORES QUE DETERMINAN LA INFLACIÓN

1. Demanda agregada

Durante el cuarto trimestre del año pasado los crecimientos del PIB y la demanda interna superaron ampliamente los pronósticos del Banco de la República y las

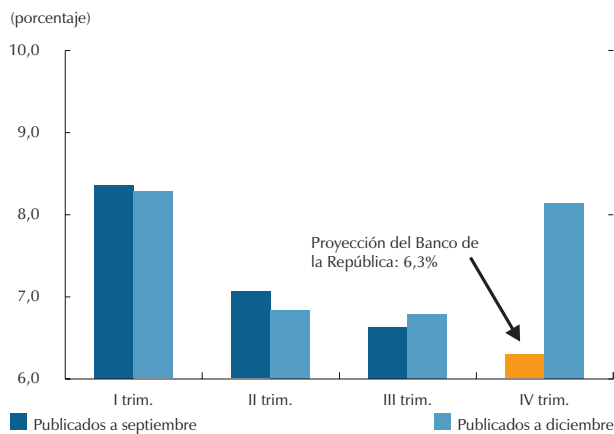
La única subcanasta que no presionó la inflación fue la de no transables sin alimentos ni regulados.

Gráfico 8
Crecimiento anual del PIB



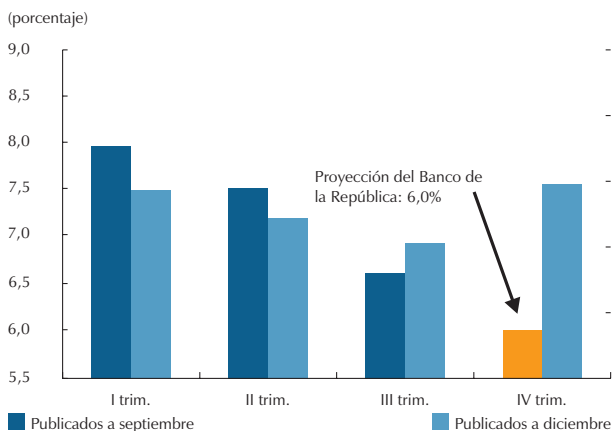
(pr) preliminar.
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 9
Crecimiento del PIB en 2007



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 10
Crecimiento del consumo de los hogares en 2007



Fuente: Banco de la República.

expectativas del mercado, manteniendo de esta forma niveles mayores que los de la capacidad productiva de la economía. Según el DANE, en términos anuales, la expansión del PIB entre agosto y diciembre de 2007 fue de 8,1% y la de la demanda interna de 9,7%. Con este nuevo dato el crecimiento de la economía para todo 2007 fue de 7,5%, superior en 0,2 pp al techo del rango de la proyección del informe anterior. Esta variación anual es la tercera más alta desde 1951 (Gráfico 8) y la segunda si se tiene en cuenta el PIB per cápita.

Junto con la cifra del cuarto trimestre, el DANE también revisó al alza el PIB de los tres trimestres anteriores. En particular, para el tercer trimestre se estimó un crecimiento de 6,8% frente a un 6,6% presentado inicialmente. Con las nuevas cifras, la desaceleración gradual de la economía que se insinuaba para el segundo semestre del año y que se había contemplado en informes anteriores no se registró (gráficos 9 y 10).

Desde el punto de vista del gasto, las mayores discrepancias entre lo pronosticado y lo reportado se concentraron en el consumo final y en la inversión en obras civiles. Con respecto al primer agregado, el mayor crecimiento tuvo que ver con un consumo del Gobierno más alto que el esperado, pero también con un privado más dinámico que el previsto, quizá como resultado de un mayor ingreso disponible de los hogares debido al aumento en los términos de intercambio y a las mayores remesas recibidas, entre otras razones. Las obras civiles, por su parte, superaron las proyecciones debido a la aceleración de la inversión en carreteras asociadas con el “Plan 2.500” del Gobierno nacional.

En general, a lo largo de 2007 la demanda interna mantuvo un dinamismo importante y sostenido, similar al registrado en 2006. Aunque entre el primero y el tercer trimestres se observó alguna moderación en el crecimiento, atribuible especialmente a la inversión; esta débil tendencia no se mantuvo durante el cuarto trimestre, cuando la demanda interna volvió a acelerarse (a 10%) gracias a la inversión en obras civiles y al consumo. Algo similar sucedió con el consumo de los hogares, el cual presentó una ligera disminución en los tres primeros trimestres del año, que se revirtió en el cuarto (Cuadro 3).

Cuadro 3
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto, 2006 y 2007
(porcentaje)

	2006	2007				Total
		Mar-07	Jun-07	Sep-07	Dic-07	
Consumo final	5,6	5,6	6,0	6,7	6,9	6,3
Hogares	6,6	7,5	7,2	6,9	7,6	7,3
Gobierno	2,1	(0,4)	1,9	5,7	4,6	2,9
Formación bruta de capital	26,9	33,4	19,3	14,4	19,7	21,2
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	18,3	29,7	13,8	11,8	19,2	18,2
FBCF sin obras civiles	18,5	25,6	12,1	9,8	17,0	15,8
Obras civiles	17,2	45,2	20,5	20,2	28,6	28,2
Variación de existencias	201,2	71,0	68,2	33,2	23,2	44,4
Demanda interna	9,8	11,5	9,0	8,5	10,0	9,7
Exportaciones totales	7,8	7,5	5,6	7,7	9,2	7,5
Importaciones totales	20,8	21,0	14,8	14,3	16,0	16,4
PIB	6,8	8,3	6,9	6,8	8,1	7,5

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Con respecto a la demanda externa, el cuarto trimestre también mostró un fuerte dinamismo de las exportaciones en pesos, con un crecimiento de 9,2%, frente a uno de 7,7% del trimestre inmediatamente anterior. Para todo 2007 el crecimiento fue de 7,5%, cifra levemente inferior a la registrada un año atrás. Por su parte, las importaciones en pesos también se aceleraron a finales de 2007 (16%), aunque para el año completo su crecimiento (16,4%) fue inferior al de 2006 (20,8%) (Cuadro 3).

En dólares las ventas al exterior durante 2007 crecieron a una tasa anual de 23,0%, cifra superior en 6,4 pp a la registrada en 2006. En efecto, las exportaciones no

tradicionales se expandieron a una tasa de 25,6%, mientras que las tradicionales lo hicieron a una tasa de 20,3%. Por el lado de las importaciones, su variación anual fue de 25,7% superior en 2,4 pp a la registrada el año anterior. Al separar las compras según la clasificación de uso y destino económico (Cuode), se puede observar que las importaciones de consumo crecieron 28,4%, las de materias primas 22,9% y las de bienes de capital 27,7% (Cuadro 4).

Cuadro 4
Exportaciones e importaciones de Colombia
(variación porcentual anual del valor en dólares)

	Exportaciones FOB	
	2006	2007
Total	16,6	23,0
Tradicionales	13,9	20,3
No tradicionales	19,3	25,6
	Importaciones CIF	
	2006	2007
Total	23,4	25,7
Consumo	32,8	28,4
Materias primas	21,1	22,9
Bienes de capital	21,3	27,7

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Por el lado de la oferta, los sectores que mayor impulso le dieron al crecimiento del producto durante 2007 fueron la construcción (especialmente por obras civiles), el transporte, la industria manufacturera y el comercio (incluido restaurantes y hoteles) (Cuadro 5).

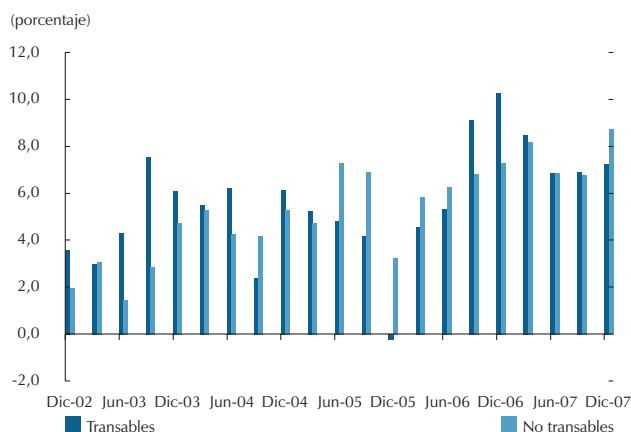
Cuadro 5
Crecimiento real anual del PIB sectorial
(porcentaje)

	2006	2007				
		I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Total
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,3	1,4	2,5	3,1	3,3	2,6
Explotación de minas y canteras	0,1	0,3	5,2	3,6	9,2	4,6
Electricidad, gas y agua	3,0	3,9	1,8	2,0	1,7	2,3
Industria manufacturera	10,8	14,4	12,1	8,1	8,3	10,6
Construcción	14,8	30,5	6,9	2,7	16,0	13,3
Edificaciones	13,3	19,9	(2,2)	(8,8)	7,3	3,2
Obras civiles	17,2	45,3	20,5	20,3	28,6	28,2
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	11,1	12,3	10,1	10,0	9,4	10,4
Transporte, almacenamiento y comunicación	10,3	10,4	12,5	12,4	14,4	12,5
Estab. finan., segur., inmueb. y servicios a las empresas	1,4	4,9	15,7	3,6	9,5	8,3
Servicios sociales, comunales y personales	2,2	0,5	2,1	5,1	4,7	3,1
Intermediación financiera medida indirectamente	(6,7)	9,0	81,9	1,7	20,2	22,5
Subtotal valor agregado	6,4	7,6	6,2	6,2	7,7	6,9
PIB	6,8	8,3	6,9	6,8	8,1	7,5

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Al analizar los sectores entre no transables y transables, se observa que los primeros fueron los que tuvieron un mejor desempeño durante 2007, especialmente en el último trimestre, cuando crecieron 8,7%, impulsados, principalmente, por la construcción y el comercio (incluido reparación, restaurantes y hoteles). Por el lado de las actividades transables, su crecimiento anual se estabilizó en tasas cercanas al 7,0% desde el segundo trimestre de 2007, después de una tendencia hacia la aceleración, la cual se había iniciado en el primer trimestre de 2006 (Gráfico 11). A pesar del menor dinamismo de los transables, su tasa de expansión durante 2007 fue la segunda más alta desde 1994, ya que la principal se observó en 2006.

Gráfico 11
Crecimiento anual del PIB de transables y no transables



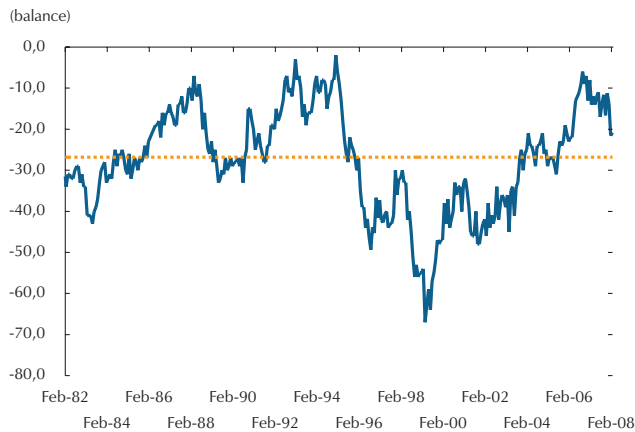
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Lo anterior sugiere que la revaluación real del peso no influyó de manera importante sobre el buen desempeño de estos sectores en 2007.

2. Excesos de capacidad productiva

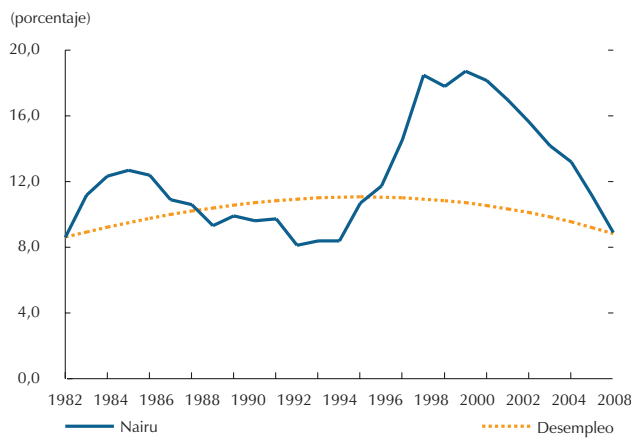
Los diversos indicadores de capacidad productiva para el primer trimestre de 2008 sugieren que la actividad económica continuó con un importante dinamismo, pero las presiones de demanda no siguieron aumentando y que incluso podrían haberse reducido. Variables como el porcentaje de empresarios que consideran que su capacidad instalada es insuficiente para suplir la demanda esperada en los próximos doce meses han

Gráfico 12
Demanda esperada en los próximos doce meses frente a la capacidad instalada



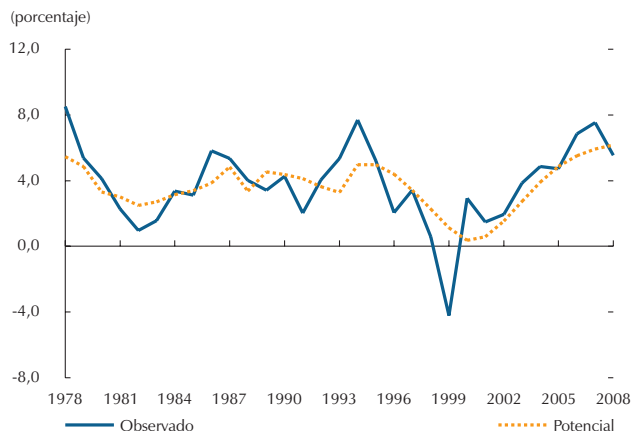
Nota: la serie presentada es la desestacionalizada.
Fuente: Fedesarrollo, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 13
Tasa de desempleo y Nairu



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 14
Crecimiento del PIB observado y del potencial



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

disminuido desde la segunda mitad del año pasado (Gráfico 12). Algo similar sucede con las medidas de utilización de capacidad instalada (UCI), tanto de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) como de Fedesarrollo.

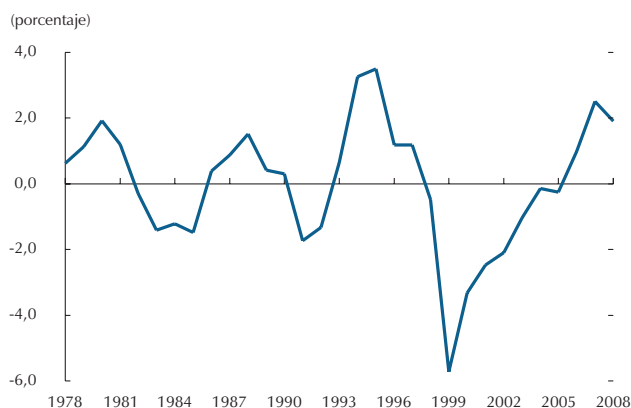
Pese a que la utilización del capital ha descendido, tal como lo sugiere el comportamiento de la UCI, la utilización del trabajo es cada vez más intensa, como lo indica el cierre de la brecha entre tasa de desempleo observada y la Nairu (la cual es una tasa de desempleo que no acelera la inflación) estimada por el Banco (Gráfico 13). La menor brecha apunta hacia un mercado laboral que se ha venido estrechando paulatinamente, y si esta tendencia se acentúa podrían generarse presiones sobre salarios y precios.

Esto último es coherente con la aceleración de los diferentes indicadores de salarios que se presentan en la sección siguiente. Al parecer, dichas presiones no han sido contenidas plenamente por las ganancias en productividad o por el fuerte incremento en la inversión; no obstante, se sigue registrando un aumento importante en la productividad laboral en los sectores industriales y del comercio. Incluso otros indicadores confirmaron crecimientos en la productividad laboral urbana. Cabe anotar que este ciclo de crecimiento se ha prologado por cerca de cinco años.

El escenario central para este informe tiene en cuenta que la mayoría de los indicadores de utilización de capacidad productiva presenta un cambio en su tendencia desde finales de 2007 o comienzos de 2008; sin embargo, también hay que destacar que el nivel de utilización de la capacidad productiva continúa siendo alto.

Para 2008 se espera que la descomposición del crecimiento entre factores productivos y productividad muestre una utilización menos intensiva del capital y más pronunciada del trabajo que en 2007. De la misma manera, se estima que el crecimiento del producto potencial estaría en niveles cercanos al 6% (Gráfico 14). Esta proyección es superior a la prevista en el informe anterior, lo cual quiere decir que el mayor crecimiento en 2007 frente a lo considerado tuvo, en buena parte, su contrapartida en un aumento de la capacidad productiva de la economía.

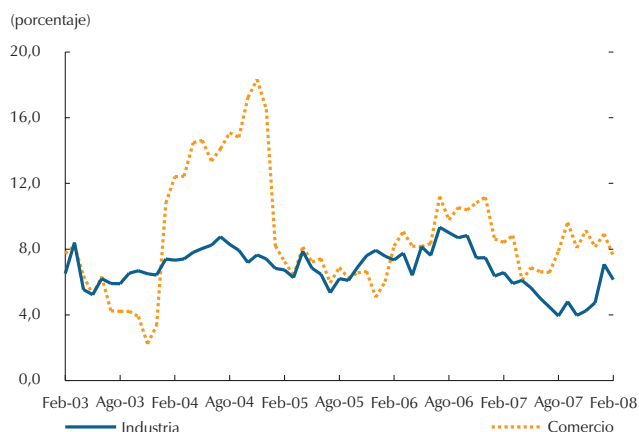
Gráfico 15
Brecha del producto



Fuente: Banco de la República.

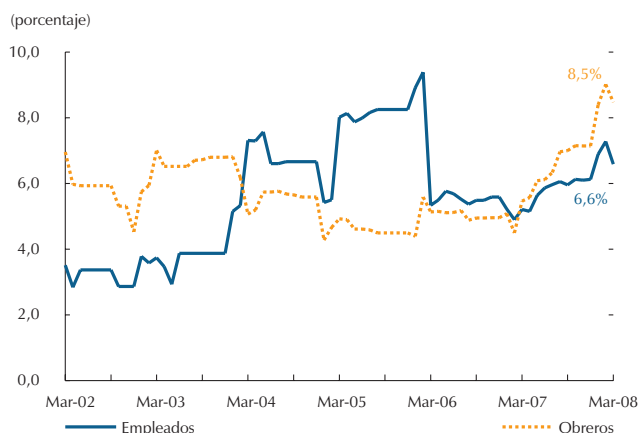
Gráfico 16

A. Índice de salarios nominales en la industria y el comercio, variación anual



Fuente: DANE-MMCP-MMM.

B. 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

A pesar de ello, la brecha del producto en 2007 habría sido alta y similar a la estimada en el informe de diciembre (Gráfico 15), lo que ratifica la existencia de presiones inflacionarias en dicho año y a comienzos de 2008. Ahora bien, si la economía crece por debajo de 6% en 2008, se puede esperar que la brecha del producto tienda a reducirse y que las presiones inflacionarias cedan.

3. Costos salariales y mercado laboral

A comienzos de 2008 diversos indicadores sectoriales de salarios tendieron a registrar ajustes crecientes y por encima de la meta de inflación (Gráfico 16). En los primeros dos meses del año se presentó una aceleración importante en el crecimiento anual del salario promedio industrial frente a lo observado en la segunda mitad de 2007. También durante el primer bimestre los salarios del comercio continuaron ajustándose a tasas anuales altas de más de 7,0%. Por su parte, en la construcción los salarios mantuvieron una tendencia ascendente durante los tres primeros meses del año, creciendo a marzo a un ritmo anual de 7,3% en promedio, con ajustes más notorios para la mano de obra no calificada (obreros) que para la calificada (empleados).

Con respecto al empleo, durante los tres primeros meses del año continuaron reportándose disminuciones de la tasa de desempleo en todos los dominios de la Encuesta de hogares del DANE, aunque de menor magnitud frente a los registrados a finales del año pasado. Las tasas de desempleo trimestral se ubicaron a marzo en 12,0% y 12,4% para el total nacional y para las trece principales áreas urbanas, respectivamente, lo que indica caídas de 0,8 pp y 0,9 pp con respecto al mismo trimestre del año anterior. Como había sucedido en 2007, a comienzos de 2008 estos descensos también se explicaban por un importante dinamismo en la creación de empleo, más que por un estancamiento de la oferta de trabajo. Los ocupados crecieron a marzo a una tasa anual de 4,8% anual, con lo cual se crearon en el último año aproximadamente 840.000 nuevos puestos de trabajo, cifra que supera el crecimiento de la población económicamente activa (de 3,8%, alrededor de 770.000 personas) (Cuadro 6).

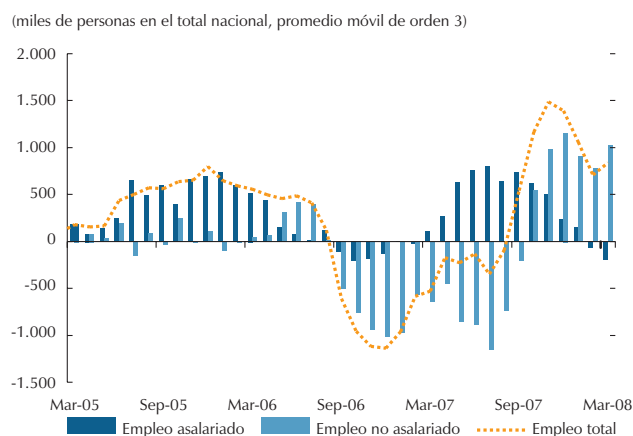
A comienzos de 2008 diversos indicadores de salarios registraron ajustes por encima de la meta de inflación.

Cuadro 6
Indicadores del mercado laboral (trimestre móvil)

	Trimestre (enero-febrero-marzo)					Diferencia 2007 y 2008
	2004	2005	2006	2007	2008	
Tasa global de participación						
Nacional	61,6	59,6	59,7	56,9	58,0	1,1
Área rural	59,3	56,7	55,7	51,1	53,2	2,1
Cabeceras	62,4	60,6	61,1	59,0	59,7	0,7
Trece ciudades	63,6	62,3	62,4	60,6	61,6	0,9
Tasa de ocupación						
Nacional	52,1	51,6	52,2	49,6	51,0	1,4
Área rural	53,1	51,8	51,1	46,7	48,7	2,0
Cabeceras	51,8	51,5	52,6	50,6	51,8	1,2
Trece ciudades	52,8	52,5	53,6	52,6	53,9	1,4
Tasa de desempleo						
Nacional	15,3	13,4	12,6	12,8	12,0	(0,8)
Área rural	10,3	8,6	8,3	8,5	8,4	(0,1)
Cabeceras	17,1	15,0	14,0	14,1	13,1	(1,0)
Trece ciudades	17,1	15,8	14,1	13,3	12,4	(0,9)

Fuente: DANE-GEIH.

Gráfico 17
Creación de empleo

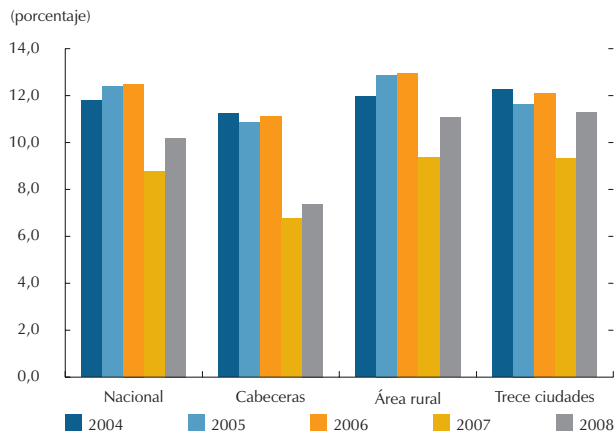


Fuente: DANE.

Cabe señalar, sin embargo, que la creación de empleo en los últimos trimestres se ha concentrado en los trabajadores por cuenta propia, los cuales aumentaron 10,3% anual en el primer trimestre del año. Por el contrario, el número de empleados asalariados descendió 2,5% en dicho trimestre (Gráfico 17). El estancamiento del empleo asalariado (y probablemente del permanente) puede corresponder a una fase normal en el ciclo de este mercado laboral, propia de épocas de alto crecimiento económico como la actual. Probablemente ante los altos costos de enganche de mano de obra los empresarios prefieren efectuar contrataciones escalonadas de este tipo de trabajadores, realizando pausas a la espera de que se confirmen las posibilidades de expansión de sus empresas.

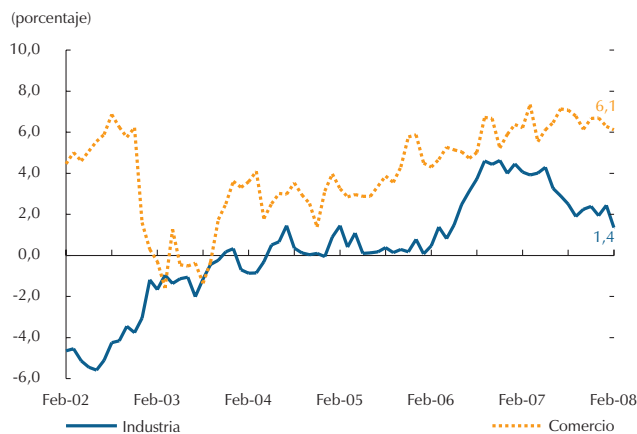
Así mismo, cabe acotar que las tasas de subempleo objetivo, que miden la proporción de aquellos ocupados inconformes con su actual trabajo y que siguen en busca de empleo, han aumentado, principalmente por el crecimiento de los trabajadores que consideran su empleo inadecuado debido al monto de ingresos percibidos (Gráfico 18). No obstante, dicho indicador no necesariamente refleja un deterioro en la calidad del empleo, puesto que esto puede estar asociado con un incremento en la percepción sobre mejores oportunidades salariales en otros puestos de trabajo.

Gráfico 18
Tasa de subempleo objetivo
(enero-febrero-marzo)



Fuente: DANE.

Gráfico 19
Empleo en la industria y el comercio
variación anual



Fuente: DANE-MMCP-MMM.

Esta situación es compatible con el buen momento por el que atraviesa el mercado laboral en el país.

Las encuestas sectoriales confirman el buen dinamismo de la creación de empleo en los dos primeros meses del año, aunque con un ritmo levemente menor que el que se presentó el año pasado (Gráfico 19). Según la Muestra mensual manufacturera (MMM), el empleo en la industria creció a febrero a una tasa del 1,4% anual, destacándose en este mes, por primera vez en la década, un aumento del empleo permanente superior al del temporal. En el comercio el empleo se incrementó en febrero a una tasa anual de 6,1%, completando así doce meses de crecimientos superiores al 6,0%. A su vez, las cifras de seguridad social muestran que a enero había notables aumentos de los afiliados, tanto a cajas de compensación como a pensiones, sugiriendo que el empleo que se está generando es formal y de calidad (Cuadro 7).

El ritmo de ajuste de los salarios y la importante dinámica de los principales indicadores laborales durante el primer trimestre apuntan hacia un mercado cada vez menos holgado, lo que está aumentando los riesgos de que se presenten presiones sobre los costos laborales que eventualmente se transfieran a la inflación. En un contexto inflacionario como el actual, y con expectativas altas y superiores a las metas, tal riesgo aumenta. La persistencia de dichas presiones dependerá, en buena parte, del ritmo con el que se siga estrechando el mercado laboral en los próximos trimestres.

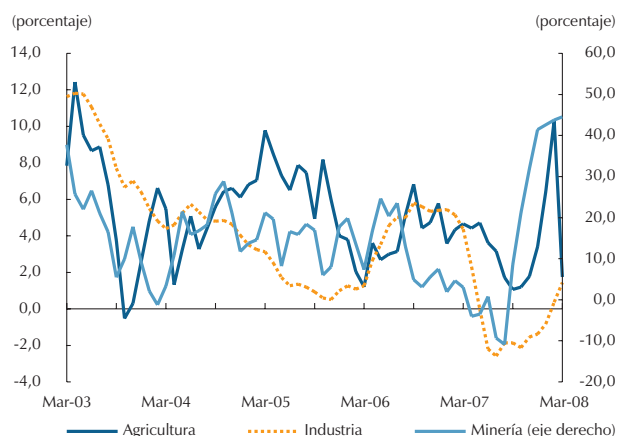
Cuadro 7
Indicadores de seguridad social en el total nacional

Subsistemas	Dic. 2006 ^{a/}	Dic. 2007 ^{a/}	Variación entre dic. 2007 y dic. 2006 ^{a/}	
			absoluta	porcentual
Trabajadores afiliados a las cajas de compensación	4.796.797	5.246.554	449.757	9,4
Afiliados ARP	5.637.676	5.945.653	307.977	5,5
Cotizantes activos a pensiones (ISS + AFP)	4.893.144	5.364.326	471.182	9,6
Cotizantes al régimen de pensiones ISS	1.949.204	1.842.270	(106.934)	(5,5)
Cotizantes a fondos de pensiones obligatorias	2.943.940	3.522.056	578.116	19,6

a/ Para los afiliados a cajas de compensación el dato corresponde a enero del año siguiente.

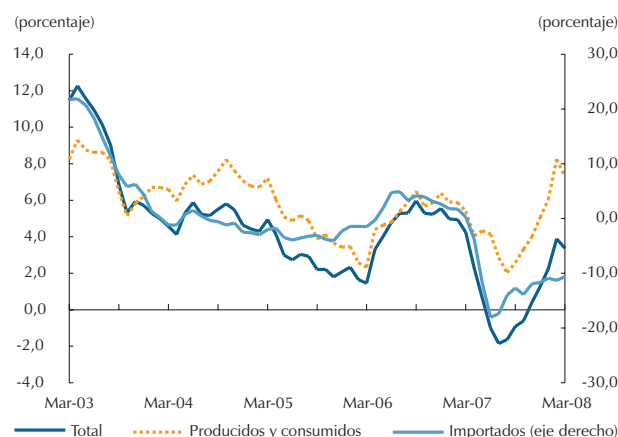
Fuente: Ministerio de la Protección Social, con datos de la Dirección de Riesgos Profesionales, ISS, Superfinanciera y la Superintendencia del Subsidio Familiar.

Gráfico 20
IPP por ramas, variación anual



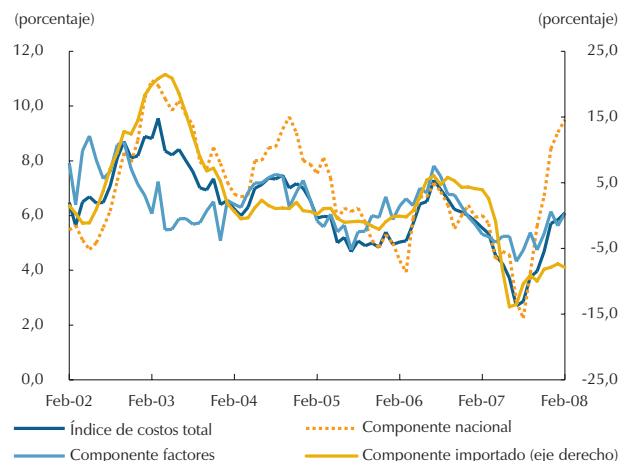
Fuente: antes de diciembre de 2006: Banco de la República, y a partir de diciembre de 2006: DANE y cálculos del Banco de la República.

Gráfico 21
IPP total y por procedencia, 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 22
Índices de costos a partir de la MCS, variación anual



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

4. Otros costos

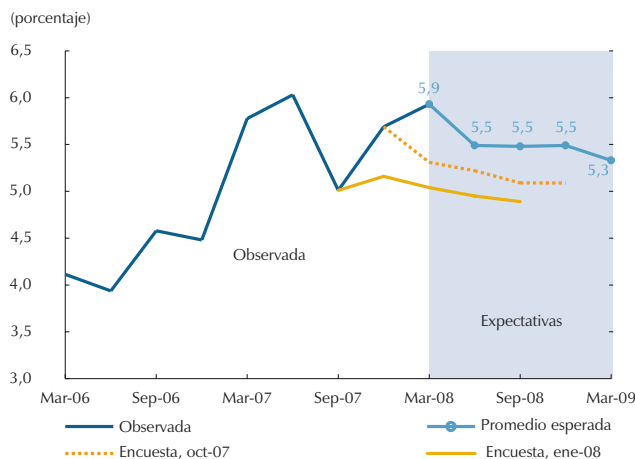
El índice de precios del productor (IPP) y otros índices de costo sugieren un aumento moderado de las presiones no salariales durante el primer trimestre de 2008, que sin embargo no han sido de mayor magnitud debido a la apreciación del peso con respecto al dólar. La inflación del productor medida con el IPP total se aceleró en los dos primeros meses del año, aunque en marzo se observó una ligera reducción (a 3,4%). Estas tasas son superiores a las que se venían presentando durante la segunda mitad del año pasado.

El comportamiento del IPP total en los dos últimos trimestres estuvo determinado, en gran medida, por la inflación de minería, la cual aumentó como consecuencia de las presiones provenientes del precio del petróleo. El IPP de agricultura, que hasta febrero también ejerció presiones alcistas, dejó de hacerlo en marzo gracias al comportamiento favorable de los precios de la carne y de varios productos agrícolas de ciclo corto. Por otro lado, conviene destacar el aumento, aunque lento, de la inflación del IPP manufacturero, el cual había mostrado registros negativos durante buena parte del año pasado (Gráfico 20).

Según la procedencia de los bienes, en el primer trimestre se reportaron ajustes altos del IPP de producidos y consumidos, lo cual señala a marzo una variación anual de 7,3%. La inflación de los importados sigue en terreno negativo y se mantiene relativamente estable por efecto de la apreciación (-10,6% a marzo) (Gráfico 21).

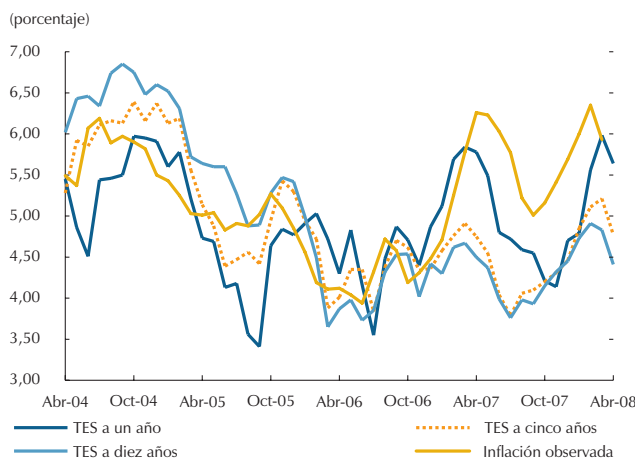
Los índices de costos, ponderados mediante las matrices de contabilidad social, siguen exhibiendo una persistente aceleración de los costos totales desde mediados del año pasado: a febrero su inflación se situó en 6,1%, frente a un mínimo de 2,7% en junio de 2007. Por componentes, los índices que representan las presiones de costos internos son los que más fuertes aceleraciones reportaron, cerrando el trimestre con ajustes del orden de 9,5%; mientras que los costos de origen importando continuaron exhibiendo caídas en términos anuales (Gráfico 22). Por ramas, los índices de costos que más contribuyeron a la aceleración del índice global fueron los de la minería,

Gráfico 23
Inflación observada y expectativas de inflación
(a tres, seis, nueve y doce meses)



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

Gráfico 24
Expectativas de inflación
(promedio mensual)



Fuente: Banco de la República.

Las expectativas de inflación se mantienen por encima de la meta fijada para el presente año.

los servicios públicos y la industria, que registraron a febrero variaciones anuales del 7,6%, 13,2% y 6,2%, respectivamente.

5. Expectativas de inflación

Durante el primer trimestre de 2008 las expectativas de inflación tendieron a aumentar o se mantuvieron en niveles altos en relación con el rango meta establecido por la JDBR para el presente año. Así, la inflación esperada para diciembre de 2008, obtenida a partir de la encuesta trimestral aplicada a comienzos de abril, es de 5,5%, cifra por encima del registro de hace tres meses (5,1%) (Gráfico 23). Por su parte, las expectativas para finales de año reportadas en la encuesta mensual aplicada en abril a bancos y comisionistas se situaron en 5,2%, un nivel similar al registrado en el cuarto trimestre del año pasado.

Los indicadores obtenidos a partir de las tasas de interés de los TES a tasa fija y los TES UVR (*break even inflation*) muestran también un significativo aumento de las expectativas a diferentes horizontes durante el cuarto trimestre del año pasado y a comienzos del presente. Sin embargo, en marzo y comienzos de abril estas tendencias se revirtieron, con mayor intensidad en el caso de las expectativas obtenidas a partir de títulos cuyo vencimiento es a diez años (Gráfico 24).

Cabe resaltar que las expectativas son un canal importante en la transmisión de la política monetaria. Así, con expectativas ancladas en las metas inflación, choques exógenos (y por una sola vez en el nivel de

algunos precios) tienen efectos transitorios en la inflación. Sin embargo, si las expectativas aumentan y la política monetaria no es suficientemente creíble, dichos choques tienden a generar cambios permanentes en la inflación, aumentando, a su vez, el costo de la política de estabilización de precios.

En la actualidad el aumento de expectativas en los últimos dos trimestres incrementan los riesgos de que este segundo escenario se presente en Colombia, y de que, por medio de diversos mecanismos de indexación o mediante renegociaciones de salarios y precios, se produzcan efectos de segunda ronda sobre los precios, que a la larga aumenten permanentemente la inflación. En estas circunstancias, no necesariamente una desaceleración del crecimiento conduce a una reducción de la inflación; de hecho, la experiencia de la década de los setenta en Colombia y en gran parte del mundo es una prueba de ello.

II. MERCADOS FINANCIEROS

Las dudas sobre la solidez del sistema financiero estadounidense se incrementaron en el primer trimestre de este año, generando aversión al riesgo en los mercados de capitales

Las restricciones de crédito no sólo se han ampliado a diferentes tipos de cartera sino a otros países desarrollados, como Reino Unido y la zona del euro.

No obstante, el panorama de inversión en las economías en desarrollo, y particularmente en Latinoamérica, continúa positivo, con apreciaciones importantes en las monedas de las principales economías de la región.

El crecimiento de los agregados monetarios y la cartera se desaceleraron en el primer trimestre del año. **Las tasas de interés** activas y pasivas aumentaron.

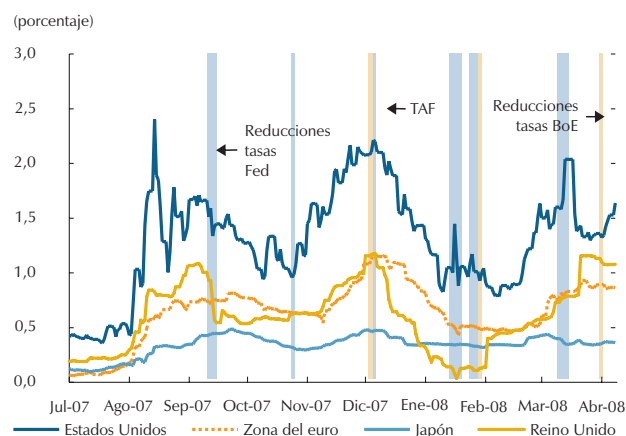
A. CONTEXTO INTERNACIONAL

La confianza de los consumidores en los Estados Unidos cayó a niveles similares o incluso inferiores a los de la recesión de 2001.

Como se venía observando en los anteriores trimestres, el comportamiento de los mercados de capitales desarrollados ha seguido dependiendo de la situación económica estadounidense. Los datos publicados sobre la economía de los Estados Unidos señalan que para el primer trimestre de 2008 el PIB habría continuado debilitándose: en efecto, a marzo la confianza de los consumidores cayó a niveles similares o incluso inferiores a los observados en la pasada recesión de 2001-2002, debido, entre otros factores, a: una generación de empleo negativa en los últimos meses; perspectivas de continuidad en las caídas del precio de la vivienda; incrementos en el precio del crudo y de otros bienes básicos; descensos en la valorización del mercado accionario, y mayores restricciones de crédito, incluso para deudores con buena calificación crediticia.

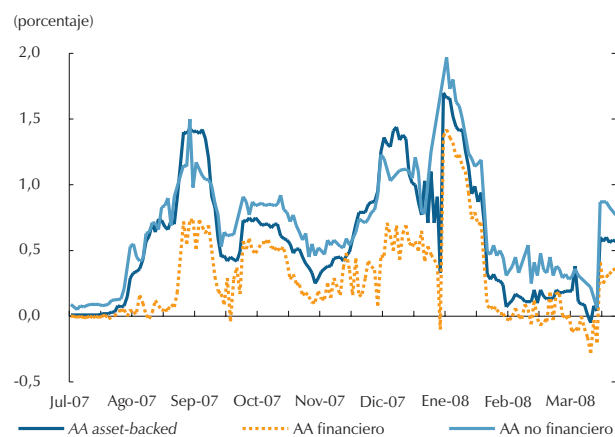
Por su parte, en los primeros meses del presente año la crisis en el mercado *subprime* (crédito hipotecario con mayor riesgo) continuó afectando el sistema financiero, hecho que se reflejó en las fuertes pérdidas registradas en los balances de los principales bancos. En este contexto, las dudas sobre la solidez del sistema financiero ampliaron los riesgos de contracción del producto, generando así un círculo vicioso¹.

Gráfico 25
Mercado interbancario:
tasas *Libor* frente a *T-bill* a tres meses



Fuente: Fed.

Gráfico 26
Tasas de papeles comerciales de los Estados Unidos
a 90 días (diferencia en pb frente a las tasas de
referencia de la Fed)



Fuente: Fed.

Aunque los riesgos sobre el debilitamiento del crecimiento mundial han aumentado, el panorama de inversión en Latinoamérica se mantiene positivo.

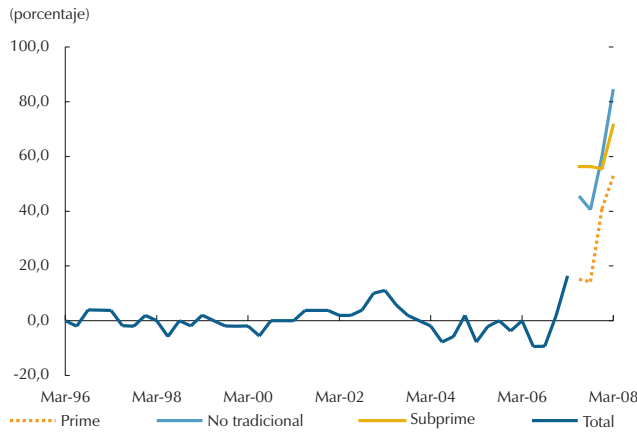
Ante estos riesgos, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) continuó con la reducción de su tasa de interés de referencia, disminuyéndola en 200 pb en el último trimestre, hasta un nivel de 2,25%, con proyecciones del mercado que señalaban mayores reducciones². También redujo la diferencia entre la tasa anterior y la tasa de descuento para las operaciones por ventanilla³ y utilizó herramientas para enfrentar los problemas de liquidez y de fondeo de los mercados financieros. En primera instancia, mantuvo los flujos de liquidez por medio de las subastas a término (TAF) a las entidades que reciben depósitos. También otorgó crédito *overnight* directo a los *primary dealers* con colateral de grado de inversión y, finalmente, les extendió el plazo y el colateral de los préstamos de tesoros de la Fed para disminuir los problemas de fondeo de los activos con respaldo hipotecario.

A la fecha, sin embargo, la efectividad de las acciones de la Fed para impulsar la economía por medio de menores tasas de interés e innovaciones en sus herramientas de liquidez ha sido parcial, como se colige de los datos del mercado interbancario. En efecto, la tasa de interés de dicho crédito interbancario (*Libor*) ha caído menos que la tasa de los títulos del tesoro americano (*T-bills*), reflejando problemas de confianza entre los agentes del sistema financiero (Gráfico 25). Adicionalmente, en marzo la tasa de interés del mercado de papeles comerciales, necesarios para el capital de trabajo de las empresas, volvió a incrementar su diferencia frente a las tasas de referencia de la Fed (Gráfico 26). Lo mismo sucedió con la deuda corporativa de mediano y largo plazos tanto en los Estados Unidos como en Europa.

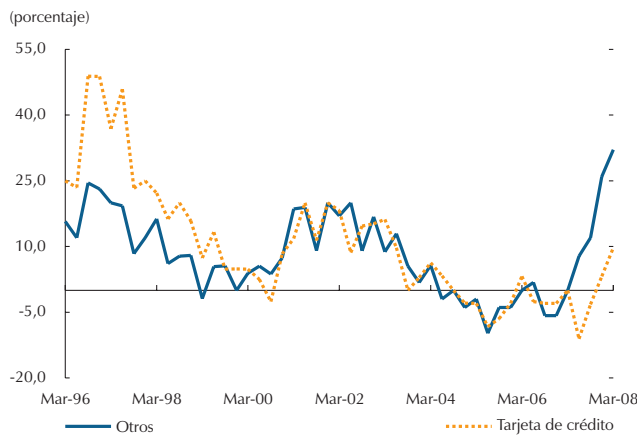
- 1 La difícil situación por la que atraviesan los bancos de inversión en los Estados Unidos y en especial la crisis de Bear Stearns han dado sustento a dichos temores.
- 2 Efectivamente, cuando se elaboraba este documento, la Fed bajó sus tasas nuevamente en 25 pb, dejando la tasa de referencia en 2%.
- 3 Ahora es de sólo 25 pb, con mayor plazo y mayor rango de colateral.

Gráfico 27

A. Restricciones en el crédito hipotecario ^{a/}



B. Restricciones en el crédito de consumo ^{a/}



a/ Porcentaje de respuestas que mencionan condiciones apretadas de crédito.
Fuente: Fed.

Las restricciones de liquidez en los mercados interbancarios, las pérdidas por desvalorización de activos con colateral hipotecario en los balances de las empresas financieras y, en general, la mayor percepción de riesgo, dado el estrés económico y financiero, han debilitado la solvencia de las entidades bancarias. Esto, a su vez, ha incrementado las restricciones para los créditos hipotecario, de consumo y comercial tanto en los Estados Unidos (Gráfico 27) como en el continente europeo.

De este modo, la incertidumbre y los riesgos sobre el crecimiento mundial han aumentado de manera importante en el último trimestre, debido a los acontecimientos en los mercados financieros desarrollados. Muestra de esto son los altos niveles de aversión al riesgo, los cuales afectan principalmente a los activos de alto rendimiento en favor de opciones más seguras de inversión⁴ (Gráfico 28).

Pese al anterior panorama, el ambiente externo para las economías en desarrollo, y en especial para Latinoamérica, continúa positivo, sustentado, en parte, por los favorables términos de intercambio, que han incentivado el comportamiento de las exportaciones de estos países, y la inversión extranjera directa (IED) en sectores de producción de materias primas.

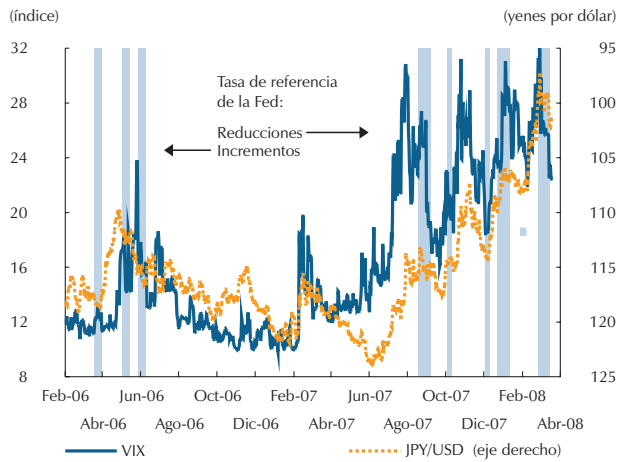
Lo anterior se evidencia en la continuidad de la apreciación de las monedas de la región frente al dólar (Gráfico 29). El peso colombiano presentó una valorización de 8,24% frente al dólar durante el primer trimestre⁵, en donde el principal determinante de esta dinámica ha sido el permanente flujo de IED en el país, relacionado principalmente con sectores de producción de bienes básicos. De la misma forma, aunque se ha incrementado la percepción de riesgo de la deuda soberana de países en desarrollo, frente a aquella considerada como libre de riesgo, dicha reacción continúa siendo inferior a la observada en anteriores episodios de estrés financiero, y es menor a la reacción registrada en bonos de similar calificación en países desarrollados. En cuanto a la deuda corporativa de las empresas en las economías en desarrollo, se reportan incrementos superiores en las primas de riesgo a los presentados por la deuda de sus gobiernos, junto con menores montos de emisión, lo que muestra

4 Al momento de la elaboración de este informe se presentaron mejores dinámicas de apetito por el riesgo global, relacionadas con noticias sobre la economía estadounidense menos negativas a las proyectadas previamente por el mercado.

5 Cambio porcentual entre el promedio de diciembre de 2007 y el promedio de marzo de 2008.

Gráfico 28

A. Aversión al riesgo internacional



Nota: eje derecho en orden inverso.
Fuente: Datastream.

B. Índice del comportamiento accionario y bono genérico a dos años del Tesoro de los Estados Unidos

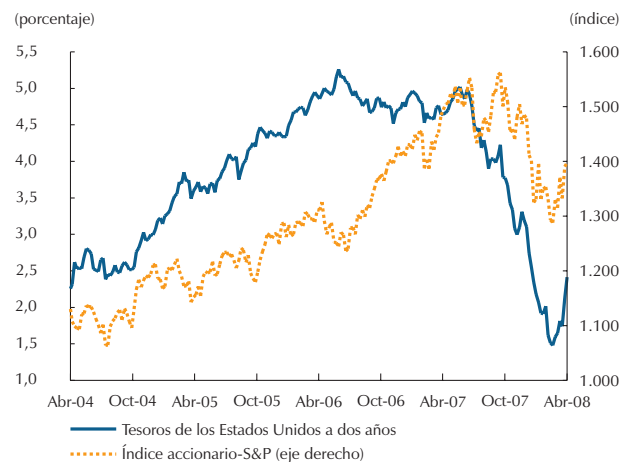
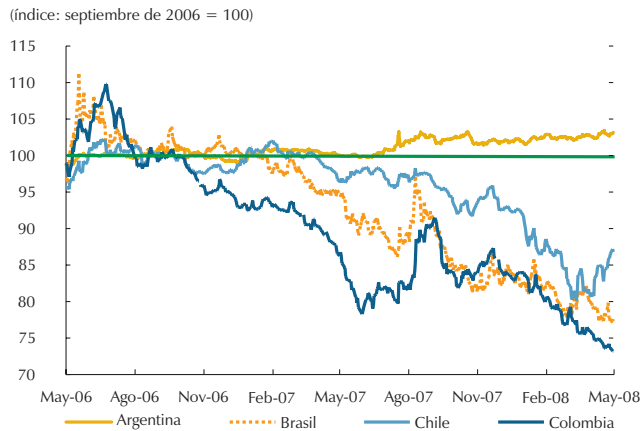


Gráfico 29
Tasa de cambio nominal de diferentes países latinoamericanos frente al dólar



Fuente: Datastream.

un panorama más vulnerable para este tipo de bonos (Gráfico 30).

B. MERCADOS FINANCIEROS

El incremento en las tasas de interés en febrero y las medidas de encaje adoptadas en 2007 se siguen transmitiendo a las tasas de interés del mercado. Otros factores, tales como los mayores depósitos del Gobierno en el Banco de la República, redujeron la disponibilidad de recursos en el mercado, y contribuyeron a que las tasas pasivas, en particular la de los certificados de depósito a término (CDT), presentaran aumentos superiores que el incremento en la tasa de referencia del Emisor. Las tasas de interés de crédito también experimentaron alzas en

el pasado trimestre (exceptuando las hipotecarias), en donde las más significativas se dieron en los préstamos destinados a créditos preferenciales y de consumo.

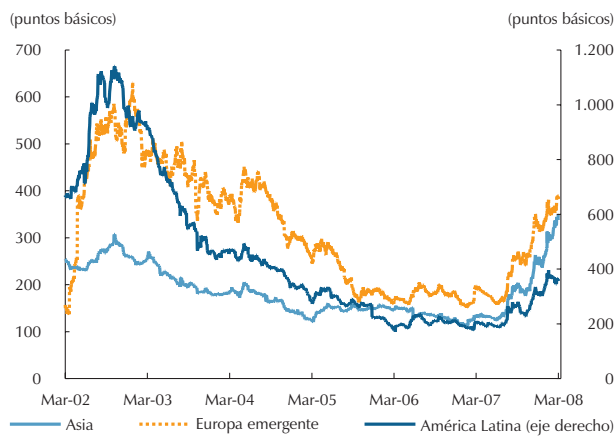
Entre enero y marzo de 2008 los agregados monetarios revirtieron su tendencia creciente en su tasa de variación anual registrada en el último trimestre de 2007; no obstante, los aumentos de la base y del M3 continúan siendo superiores a la expansión del PIB nominal. Para el segundo trimestre de 2008 el Gobierno debe pagar vencimientos de TES en un monto cercano a la mitad de los depósitos con que contaba en marzo en el Banco de la República. Si utiliza

Gráfico 30

A. EMBI+ y spread de los bonos corporativos de los Estados Unidos



B. Spreads de deuda corporativa emergente (diferencia en pb)



Fuente: Bloomberg.

dichos recursos para honrar la deuda, este factor expansionista puede favorecer el aumento de los pasivos sujetos a encaje (PSE) del sistema financiero.

Con respecto al crédito en moneda nacional, éste continuó moderando su tasa de crecimiento, en especial el destinado al consumo. En cuanto a los créditos comercial e hipotecario, ejercicios estadísticos sugieren que dicha cartera puede estabilizarse en tasas similares a las registradas a finales de marzo. Sin embargo, cuando a la cartera total en moneda nacional se le adiciona el endeudamiento externo de los agentes económicos, dicho indicador global de cartera muestra una desaceleración más lenta.

1. Agregados monetarios

Durante los tres primeros meses del año los agregados monetarios desaceleraron su ritmo de expansión, contrario a lo ocurrido en el último trimestre de 2007. La tasa anual de la base monetaria descendió de 19,4% en diciembre de 2007 a 13,2% en marzo de 2008, por efecto de una disminución en la demanda de efectivo y, principalmente, por un menor crecimiento de la reserva bancaria, la cual pasó de aumentar 38,3% a 21,1% en el mismo período (Gráfico 31).

Con relación al aumento del efectivo, la demanda promedio del trimestre estuvo acorde con el crecimiento nominal de la actividad económica proyectado para el presente año. En cuanto a la desaceleración de la

reserva bancaria, ésta se explica por dos hechos: el primero, que es estacional, es que pasada la temporada de fin de año las entidades de crédito tienden a recomponer sus captaciones en favor de aquellos instrumentos menos líquidos y que presentan menor coeficiente de encaje; el segundo es el menor requerimiento de encaje marginal de los CDT frente a cuentas corrientes y depósitos de ahorro, como resultado de las medidas adoptadas a mediados de 2007⁶.

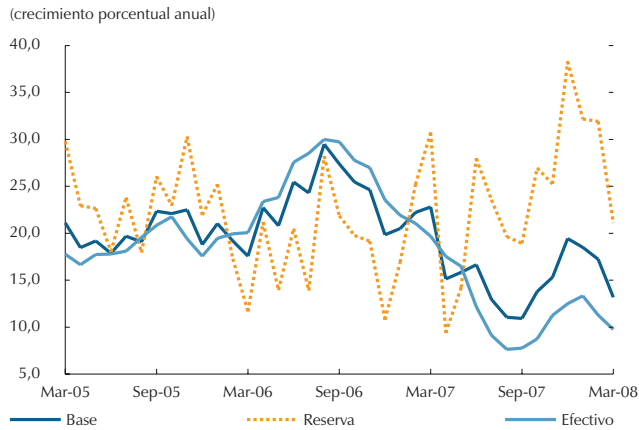
Por su parte, el agregado más amplio (M3) también moderó su crecimiento anual, al pasar de 17,8% en diciembre de 2007 a 15,1% en marzo de 2008 (Gráfico 31). Esta tendencia estuvo determinada por los PSE, dentro de los

Los agregados monetarios se han desacelerado.

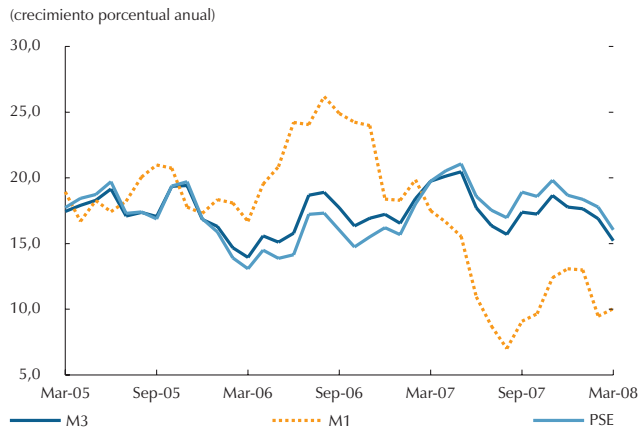
6 Encaje marginal para los CDT de 5%, y para las cuentas corrientes y depósitos de ahorro de 27% (véase el Informe sobre Inflación de junio de 2007, p. 40, Banco de la República).

Gráfico 31

A. Base monetaria por usos

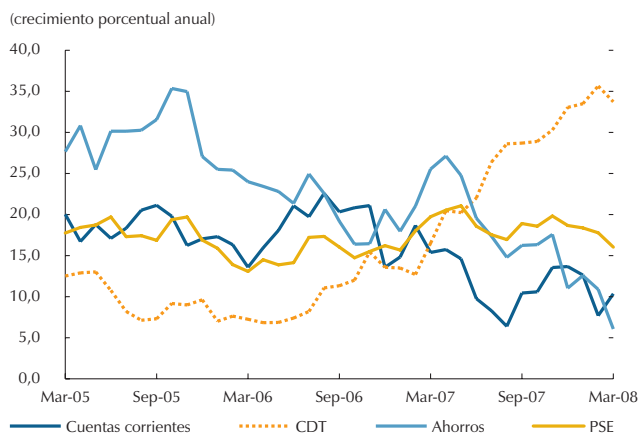


B. Agregados monetarios y depósitos



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

Gráfico 32
Total de depósitos y sus principales componentes



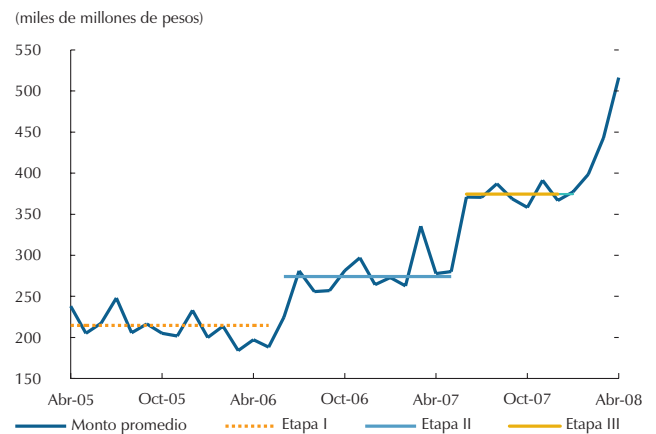
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

cuales predominó la desaceleración en los depósitos de ahorro, que a marzo de 2008 aumentaron 6,1%, mientras que en diciembre lo hacían a 11,0%. La moderación en los PSE no fue mayor, debido al fuerte impulso de los CDT, que en marzo alcanzaron un crecimiento de 33,7% (Gráfico 32).

Factores como la normalización de las tasas de interés y el ajuste de los requerimientos de encaje por parte del Banco de la República contribuyeron para que se presentara el incremento de captaciones por CDT durante el primer trimestre. Otra explicación fue la menor disponibilidad de recursos en el mercado, originada por los mayores depósitos del Gobierno en el Banco de la República⁷. Fue así como entre diciembre de 2007 y marzo de 2008 la captación promedio diaria de CDT aumentó 21% (Gráfico 33), cuando el cambio de nivel se logró principalmente por las captaciones corporativas, y en menor medida por mayores captaciones al público en general.

Para el segundo trimestre del año el Gobierno deberá pagar vencimientos de bonos del tesoro (TES) por cerca de \$4,0 billones (b), deuda que podría atender disminuyendo sus depósitos en el Banco

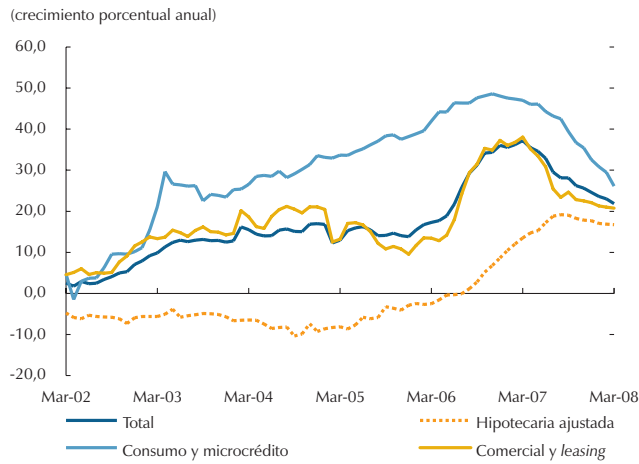
Gráfico 33
Captación CDT, monto promedio diario



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

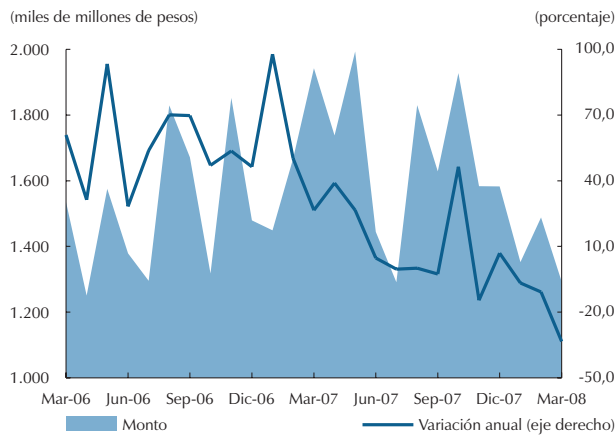
7 Los depósitos promedio aumentaron de \$3,1 b en diciembre a \$8,9 b en marzo.

Gráfico 34
Cartera bruta con *leasing* M/L



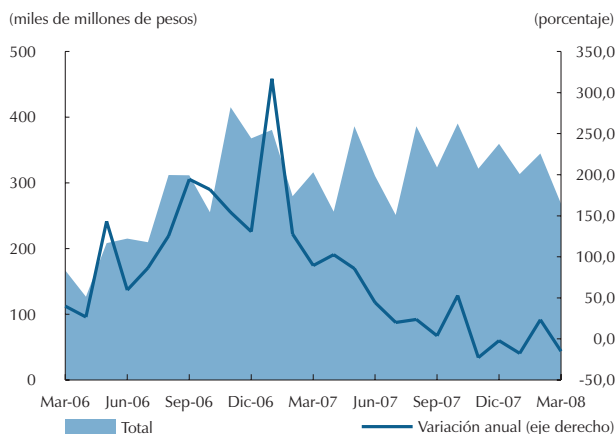
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 35
Desembolsos mensuales de crédito de consumo



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

Gráfico 36
Desembolsos mensuales de crédito de vivienda



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

de la República. Este hecho, unido a las actuales expectativas de revaluación del peso, reflejadas en las encuestas del mercado, podría favorecer la demanda por depósitos en pesos.

2. Crédito

Durante el primer trimestre de 2008 el indicador de cartera bruta más *leasing* en moneda nacional continuó registrando moderación en su tasa de crecimiento, hecho que se ha venido reseñando desde el *Informe sobre Inflación* de junio de 2007. Sin embargo, el ritmo de desaceleración de la cartera total se redujo en el último trimestre, al presentar en marzo de 2008 una tasa anual de 21,9%.

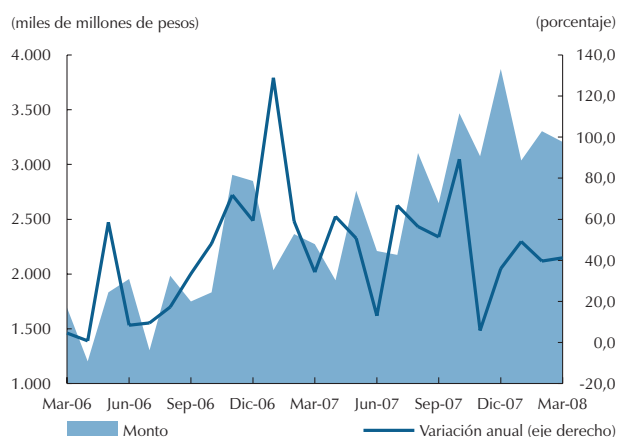
Por destino de crédito, la desaceleración más marcada se dio en la cartera destinada al consumo (la cual incluye microcrédito) y en menor medida en la comercial y en la hipotecaria. Estos tipos de crédito presentaron, en su orden, tasas anuales de crecimiento en marzo de 2008 de 26,1%, 20,7% y 16,7%, registros menores en 642 pb, 138 pb y 100 pb que los observados un trimestre atrás (Gráfico 34).

El nivel de desembolsos, como un indicador del comportamiento marginal del crédito, también da señales de la desaceleración en los préstamos destinados al consumo. Dichos montos han registrado una tendencia decreciente desde noviembre de 2007 tanto en valor absoluto como en su variación anual. Los préstamos de consumo otorgados a más de cinco años han ganado participación (de 12% en marzo de 2007 a 19% en marzo de 2008) frente a los de menor plazo, sugiriendo una menor rotación de este tipo de créditos (Gráfico 35).

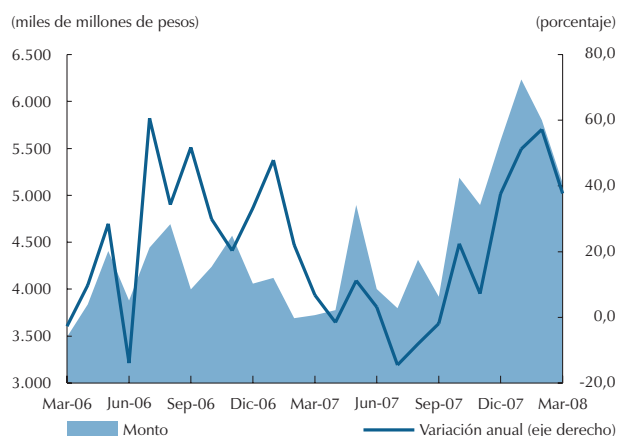
En el caso de la cartera hipotecaria, el promedio de los desembolsos se ha mantenido desde junio de 2006 en niveles cercanos a los \$300 miles de millones (mm); sin embargo, al ser estos créditos de largo plazo para adquisición directa o para subrogación por parte de los constructores, no se puede concluir que la estabilidad en los desembolsos indique una desaceleración de la cartera hipotecaria (Gráfico 36).

Gráfico 37
Desembolsos mensuales por tipo de crédito:

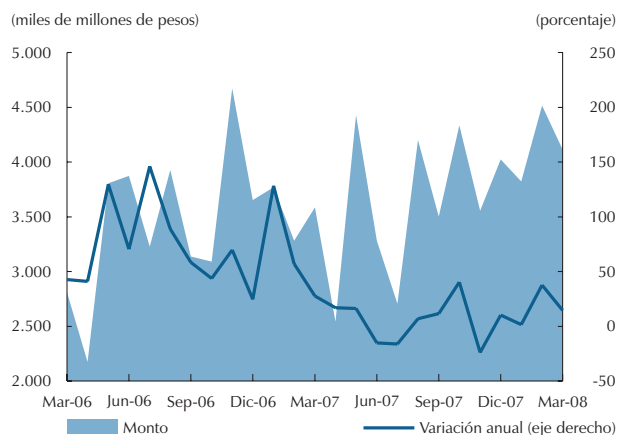
A. Crédito ordinario



B. Crédito de tesorería



C. Crédito preferencial



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

Por el lado de la cartera comercial (que incluye ordinario, tesorería y preferencial), el dinamismo de los desembolsos en créditos ordinarios y de tesorería, con crecimientos anuales cercanos al 40%, son el indicio de un repunte en este tipo de préstamos. En el caso de los desembolsos de créditos ordinarios, éstos mostraron un volumen creciente en los últimos tres trimestres, y desde septiembre de 2007 los de plazo mayor a cinco años han aumentado su participación de 5% a 20% en el total del crédito comercial. Por otra parte, los de tesorería han registrado mayores montos y una sustitución entre los otorgados a tres y cuatro semanas por los de una y dos semanas. El aumento de la rotación observado en este último tipo de crédito también puede estar ocurriendo con los preferenciales, ya que un 85% de los desembolsos se ha dado con un plazo inferior a un año (Gráfico 37).

El anterior análisis del crédito es coherente con los resultados obtenidos por diferentes métodos estadísticos, a partir de los cuales se obtuvo la tendencia de las series de la cartera bruta en pesos⁸. Estos ejercicios indican que dicha variable estaría convergiendo hacia un crecimiento anual entre 17% y 23%. Por destino de crédito, los cálculos muestran una estabilidad en la tasa de expansión de las carteras comercial e hipotecaria en niveles cercanos a 21% y 14%, respectivamente, y una tendencia decreciente en la de consumo.

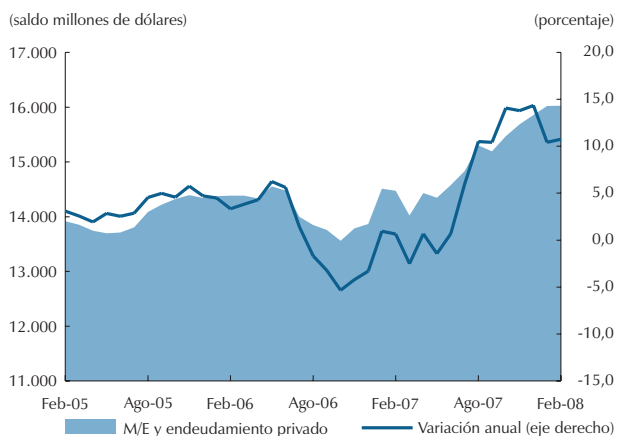
En cuanto al endeudamiento externo de los agentes económicos, éste se obtuvo agregando el crédito otorgado a los residentes colombianos (privados y públicos) en moneda extranjera por parte del sistema financiero local⁹, sumado con el obtenido directamente en el exterior por parte del sector privado¹⁰. Entre marzo de 2007 y febrero de 2008 dicha varia-

8 Hodrick y Prescott-200, promedio móvil de orden 12, exponencial y *band pass*.

9 No se incluye la cartera adquirida por el Banco de Colombia, en la operación de compra del Banco del Comercio de El Salvador por parte del Banco de Colombia, sucursal Panamá.

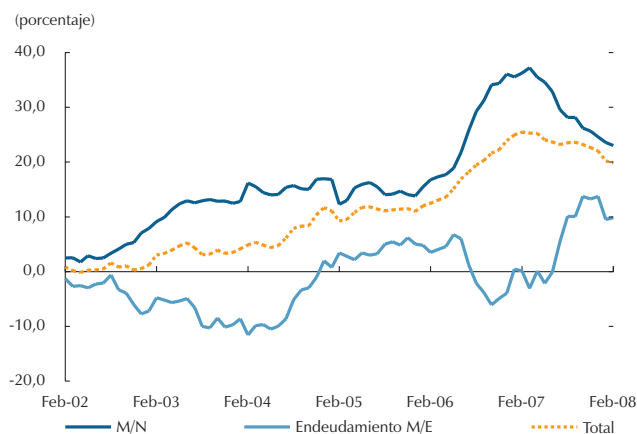
10 Se refiere a los préstamos bancarios, comerciales y por la colocación de títulos obtenidos por el sector privado no financiero incluyendo *leasing*.

Gráfico 38
Crédito M/E y endeudamiento externo del sector privado no financiero



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

Gráfico 39
Crédito del sistema financiero y endeudamiento del sector privado



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

El crecimiento de la cartera en moneda legal continúa desacelerándose; sin embargo, cuando se observa en conjunto el crédito en moneda nacional y el endeudamiento externo, desde marzo de 2007 dicho agregado muestra una moderación más lenta.

ble aumentó US\$2.000 millones (m), lo que significó acelerar la tasa de crecimiento anual desde cero hasta 10% (Gráfico 38), comportamiento inverso a la tendencia que ha mostrado la cartera en moneda nacional.

Por lo anterior, cuando se observa en conjunto el crédito en moneda nacional y el endeudamiento externo, desde marzo de 2007 dicho agregado muestra una moderación más lenta, al registrar un descenso en su tasa de crecimiento de 25% a 20% a febrero del presente año (Gráfico 39).

3. Tasas de interés

La JDBR en su sesión del 22 de febrero del presente año decidió aplicar un nuevo incremento de 25 pb en la tasa de política, después de una pausa de dos meses. Con esta medida se acumulan quince aumentos desde finales de abril de 2006, partiendo de una tasa de interés de referencia de 6% en abril de 2006 hasta el nivel de 9,75% en la actualidad. Por su lado, la tasa interbancaria (TIB) se mantuvo en el trimestre cerca de la tasa de contracción (9,65%), situación que se viene repitiendo desde mediados de octubre del año pasado (Cuadro 8).

El aumento en las tasas de referencia del Banco de la República y las medidas de encaje decretadas el año anterior han influido en las tasas de interés de mercado; así, durante el primer trimestre de 2008 todas las tasas de interés nominales aumentaron, a

excepción de la de créditos hipotecarios, la cual descendió cerca de 14 pb. No obstante, desde el año pasado este último tipo de crédito ha registrado un incremento en su tasa de interés (167 pb), similar al reportado en la tasa de política (169 pb).

Las tasas de interés del total de CDT aumentaron 65 pb, registro mayor en 40 pb al aumento de la tasa de referencia decretado por la JDBR en el pasado trimestre; de esta forma, su nivel (9,79%) superó en 4 pb a la TIB después de 16 meses de rezago. También se debe destacar que por primera vez se presenta una variación de la tasa implícita de los ahorros (29 pb) superior al cambio de la tasa de política.

En cuanto a las tasas activas, los aumentos más destacados se presentaron en los créditos con tarjeta (100 pb), preferenciales (88 pb) y de consumo (77), sumados

Cuadro 8
Tasas de interés
(porcentaje)

	Nominales							Reales						
	Abr-06	Dic-06	Sep-07	Mar-08	trimestral	Variación anual	Abr-06 a Mar-08	Abr-06	Dic-06	Sep-07	Mar-08	trimestral	Variación anual	Abr-06 a Mar-08
Tasas de captación														
Ahorro ordinario	3,60	3,92	4,98	5,26	0,29	0,84	1,66	0,07	(0,03)	0,53	0,56	0,04	0,52	0,49
CDT	6,11	6,98	9,14	9,79	0,65	1,99	3,68	2,50	2,92	4,51	4,88	0,38	1,60	2,39
DTF	5,93	6,75	8,98	9,59	0,62	2,07	3,67	2,32	2,70	4,35	4,70	0,34	1,68	2,38
Tasas de colocación														
Tasa colocación del Banco de la República	12,94	13,04	16,61	16,93	0,32	3,01	4,00	9,09	8,75	11,66	11,71	0,05	2,56	2,62
Consumo	21,14	19,57	25,21	25,98	0,77	7,46	4,84	17,01	15,03	19,90	20,35	0,45	6,80	3,34
Ordinario	15,36	14,24	17,08	17,39	0,31	2,03	2,03	11,44	9,91	12,12	12,15	0,03	1,62	0,71
Hipotecaria	13,88	13,02	15,60	15,47	(0,14)	1,67	1,58	10,01	8,72	10,70	10,31	(0,39)	1,28	0,30
Preferencial	8,73	10,22	13,88	14,69	0,82	3,48	5,97	5,02	6,04	9,05	9,57	0,52	3,02	4,55
Tarjeta	24,01	21,94	30,23	31,24	1,00	11,08	7,23	19,79	17,31	24,71	25,38	0,67	10,26	5,59
Tesorería	7,68	9,58	12,62	13,06	0,44	2,52	5,38	4,02	5,41	7,84	8,01	0,17	2,10	3,99
TIB	5,89	7,36	9,35	9,65	0,30	1,65	3,76	2,28	3,29	4,71	4,75	0,04	1,28	2,47
Subasta de expansión	6,00	7,36	9,50	9,75	0,25	1,69	3,75	2,39	3,28	4,86	4,85	(0,01)	1,32	2,46
Tasa de usura	25,13	22,61	31,89	32,74	0,86	12,00	7,62	20,86	17,95	26,30	26,82	0,52	11,13	5,95

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

al mencionado descenso en la tasa hipotecaria. Así, el ponderado de la tasa activa calculado por el Banco de la República¹¹ se incrementó en 32 pb.

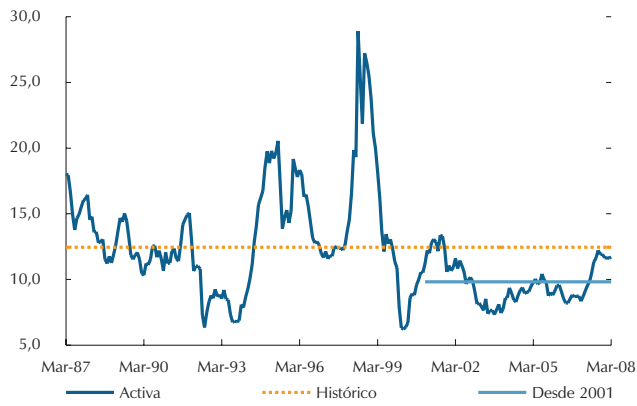
Durante el primer trimestre de 2008 todas las tasas de interés nominales aumentaron, a excepción de la de créditos hipotecarios, la cual descendió cerca de 14 pb.

En términos reales las tasas activas según la metodología del Banco de la República (11,71%), así como la DTF (4,70%), en marzo volvieron a situarse por debajo de sus promedios históricos calculados desde 1986 (76 pb y 15 pb, respectivamente) (Gráfico 40). Por destino de crédito, las tasas reales de crédito ordinario (12,15%) y de consumo (20,35%) fueron inferiores en 59 pb y 8 pb, respectivamente, a los promedios históricos calculados desde que se tiene información (marzo de 1998). Por su parte, las tasas de tesorería (8,01%) y preferencial (9,57%) fueron superiores en 108 pb y 160 pb a su media histórica.

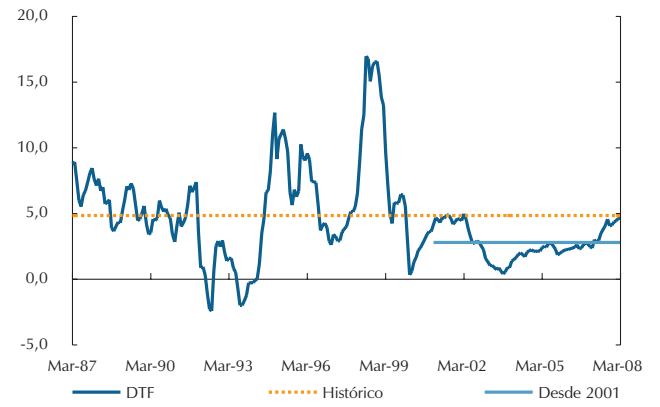
11 Créditos ordinario, preferencial y de tesorería.

Gráfico 40

A. Tasa de interés activa real ^{a/}



B. DTF real ^{a/}



a/ Series deflactadas por el IPC sin alimentos.

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

Recuadro EFECTO DE UNA RECESIÓN DE LA ECONOMÍA ESTADOUNIDENSE SOBRE COLOMBIA

Ricardo Bernal
Luz Adriana Flórez*

Durante trimestres recientes se ha evidenciado una fuerte desaceleración en la economía de los Estados Unidos que posiblemente será el comienzo de su próxima recesión. En este sentido, surgen los siguientes interrogantes: ¿Qué tan vulnerable es la economía colombiana ante este evento?, y, por ende, ¿qué implicaciones tendría esto para el crecimiento futuro de nuestra economía?

En la literatura se han evidenciado diferentes canales por medio de los cuales una recesión en los Estados Unidos podría afectar las economías emergentes, incluida Colombia; algunos de estos serán analizados en este recuadro.

1. Comercio y financiamiento externo

Los estadounidenses son los principales consumidores del mundo, de esta manera, una caída en las importaciones de los Estados Unidos tendría implicaciones serias sobre el crecimiento mundial. Para analizar este punto, es interesante observar cuál ha sido la correlación de los ciclos de crecimiento de la economía estadounidense con la del resto de países. Como se observa en el Cuadro R1, los países que mayor correlación presentan con el ciclo económico de los Estados Unidos, entre el período 1980-2007 con datos anuales, son la Unión Europea, Canadá y Reino Unido, mientras que las economías emergentes presentan coeficientes menores al 30%, con excepción de China e India¹. En el caso de Colombia la relación fue nula, y replicando el mismo análisis con datos trimestrales desde 1978-2007 el coeficiente de correlación es tan sólo de 12%.

Adicionalmente, se realizó un VAR para una serie de países y se agrupó el crecimiento para varios de ellos: Reino Unido-Europa; Venezuela-Ecuador; China-Japón; Canadá-México; Colombia y finalmente los Estados Unidos. Los resultados son muy similares a los observados en el ejercicio anterior;

* Los autores son, en su orden, profesional líder en asuntos especiales, y profesional del Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones expresadas en este documento no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Vale la pena anotar que la sincronización del ciclo de crecimiento chino con el estadounidense se ha reducido de manera importante desde los años noventa. La principal explicación para esto sería la integración comercial de esta economía con países emergentes (especialmente con India, Indonesia y Malasia, entre otros).

Cuadro R1
Coeficientes de correlación de los ciclos económicos de cada país con el ciclo de la economía estadounidense

	1980-2007	1990-2007
Zona del euro	0,39	0,37
Francia	0,19	0,42
Alemania	0,19	(0,23)
Italia	0,46	0,12
Canadá	0,80	0,77
Japón	(0,01)	(0,29)
Reino Unido	0,54	0,64
Economías emergentes	0,21	0,14
Economías emergentes de Asia	0,27	0,11
China	0,34	0,13
India	0,33	0,35
Indonesia	(0,14)	(0,32)
Malasia	(0,04)	(0,05)
Medio oriente	(0,01)	(0,43)
América Latina	0,12	0,26
Colombia	(0,01)	(0,18)

Fuente: FMI, cálculos del Banco de la República.

así, un choque en el crecimiento de los Estados Unidos tiene un efecto significativo en el grupo de Europa-Reino Unido y Canadá-México; mientras que para el caso de Colombia sólo resultó significativo un choque sobre el crecimiento de Venezuela-Ecuador. Un incremento (caída) de 1% en el crecimiento de Venezuela-Ecuador, aumenta (reduce) el crecimiento colombiano en 0,42 pp de su PIB.

Lo anterior no significa que una caída en las importaciones de los Estados Unidos no tengan efecto en las economías emergentes, sino que posiblemente durante estos períodos se presentaron otros choques, tales como los términos de intercambio o los flujos de capital que pudieron mitigar este efecto, además de que algunos de estos ciclos estarían también determinados por factores internos.

De esta manera, con el deseo de cuantificar el impacto de una caída en las importaciones estadounidenses, excluyendo cualquier otro choque se realizó un ejercicio adicional. Según Márquez (2000 y 2005) las elasticidades ingreso y precio de los Estados Unidos a sus importaciones estarían al rededor de 1,8% y -0,3%, respectivamente. Teniendo en cuenta que para este informe la proyección del escenario pesimista sobre el crecimiento de los Estados Unidos es de 0% para 2008, con una devaluación del dólar (frente a una canasta de

monedas) posiblemente similar a la registrada el año pasado (8% real), se tendría una caída en las importaciones de los Estados Unidos cercana al 7%. En el Cuadro R2 se observa el impacto que esto tendría en términos de PIB para los principales exportadores hacia los Estados Unidos, incluido Colombia: así, en el escenario de riesgo pesimista de una desaceleración fuerte en la economía estadounidense, el PIB colombiano presentaría una caída en 0,4 pp, mientras que países como Canadá, México y Venezuela presentarían reducciones superiores a 1 pp del PIB.

Cuadro R2
Importaciones de los Estados Unidos en 2007

Origen	Porcentaje de importaciones totales de los Estados Unidos	Porcentaje del PIB de cada país	Impacto porcentual en el PIB
Canadá	16,0	22,1	1,5
China	16,0	9,9	0,7
Zona del euro	14,0	2,2	0,2
México	11,0	23,9	1,7
Japón	7,0	3,3	0,2
Reino Unido	3,0	2,0	0,1
Venezuela	2,0	16,9	1,2
Colombia	0,1	5,5	0,4

Fuente: FMI, cálculos Banco de la República.

En este ejercicio sólo se analiza la caída en las exportaciones hacia los Estados Unidos; sin embargo, hay que anotar que Colombia vende a la zona del euro el 17% de sus exportaciones totales y a Venezuela el 12%. En esta medida, si estas economías se ven afectadas por una menor demanda estadounidense, nuestras exportaciones hacia estos destinos también deberían resentirse; así, el efecto total podría estar en un rango entre 0,42 pp y 0,7 pp del PIB colombiano. Lo anterior podría sugerir que la desaceleración estadounidense tendría un efecto limitado en la economía colombiana vía exportaciones; no obstante, hay que tener en cuenta otros efectos que posiblemente actúan como amplificadores, tales como la caída en el empleo, menores expectativas de inversión en el sector exportador, entre otros. Estimaciones más complejas como las de González y Moreno (2007)² demuestran que una disminución en 1 pp en la tasa de crecimiento anual de producción industrial de los Estados Unidos

llevaría a una reducción máxima de 0,8 pp en la actividad industrial de las economías desarrolladas y de 0,7 pp de las emergentes.

Por otro lado, tratando de capturar no sólo el efecto del comercio sino también de las condiciones de financiamiento, Abrego y Osterholm (2008) realizan un VAR bayesiano para el caso colombiano, teniendo en cuenta un grupo importante de variables: PIB mundial (excluyendo Colombia), tasa de interés externa de corto plazo, EMBI, *spread* de bonos corporativos estadounidenses de baja calificación (*high yield*), IED, gasto del Gobierno, tasa de interés activa de Colombia y PIB de Colombia. Los autores encuentran que una caída en 1 pp del crecimiento mundial durante cuatro trimestres produce una caída en 1,4 pp del crecimiento colombiano durante el mismo período. Este resultado es el reflejo no sólo de una menor demanda mundial sino también de los cambios en las condiciones financieras externas (como EMBI y *high yield*, que igualmente responden significativamente a cambios en el crecimiento mundial). Por ejemplo, un aumento de 100 pb en el EMBI podría reducir el crecimiento en 0,3 pp luego de un año, al igual que el aumento de 100 pb en *high yield* tendría un impacto de 0,2 pp en el PIB.

2. Términos de intercambio

El segundo canal es el de los términos de intercambio, el cual es bastante importante para países que exportan materias primas como Colombia. Según el reporte del FMI (2008a), el reciente ciclo de auge en los términos de intercambio, comparado con anteriores períodos de auge en las economías en desarrollo, ha sido diferente. El actual ciclo se ha caracterizado por una fuerte respuesta en el volumen de exportaciones (excluyendo petróleo), mayor apreciación de las monedas de países exportadores, grandes incrementos en los flujos de capital (especialmente IED), menor deuda externa (sobre todo por un menor endeudamiento del Gobierno), un aumento del consumo público menor al del privado y una mayor inversión. Todo lo anterior se ha traducido en un crecimiento para las economías en desarrollo significativamente mayor al presentado en anteriores períodos de auge, además de menores síntomas de vulnerabilidad.

Lo anterior es la evidencia de que, en el actual ciclo de crecimiento de las economías emergentes, los términos de intercambio desempeñan un papel determinante. Para tratar de capturar este efecto para Colombia se desarrolló un VAR con el PIB anual de nuestro país, los Estados Unidos, Venezuela-Ecuador y los precios de los *commodities*. En este ejercicio se evidencia que la economía colombiana sólo responde de manera significativa a un choque en el crecimiento de Venezuela-Ecuador y a los términos de intercambio. Una caída (incremento) en 1 pp de los términos de intercambio produce una reducción (crecimiento) de 0,21 pp en el PIB

2 Este es un ejercicio de vectores autorregresivos en panel que utiliza variables como producción industrial de los Estados Unidos, producción industrial de cada país, tipo de cambio real, exportaciones totales, e importaciones estadounidenses para cada país. Este ejercicio se realizó para el período de 1998-2007, a 17 economías emergentes y cinco desarrolladas.

de la economía colombiana; además, el resultado del choque de Venezuela-Ecuador es similar al del ejercicio anterior.

En esta medida, lo que pase con los términos de intercambio tiene una importancia relevante para nuestra economía. En el escenario central presentado en este informe no se contempla una caída fuerte en los términos de intercambio, a pesar de la desaceleración estadounidense. Si con base en un escenario de recesión moderada de los Estados Unidos las economías emergentes, como China e India, continúan creciendo de manera sólida, la demanda por materias primas no deberá disminuir abruptamente; por el contrario, lo que se observó durante los primeros meses del año fue un repunte en los precios que, según el Fondo Monetario Internacional (FMI, 2008a), se explica por varios factores. El primero es la devaluación del dólar, que hace mucho más barato el consumo de estos bienes. El segundo es la reserva de valor que algunos de estos bienes, tales como petróleo y oro, garantizan; en esta medida los incrementos en la inflación motivan el aumento en la demanda por estos bienes. El tercero es la mayor rentabilidad que estos activos pueden ofrecer, dada la caída en las tasas de interés de la Fed y la misma devaluación del dólar y, finalmente, la mayor liquidez mundial, que estaría también estimulando la demanda por materias primas (Frankel, 2006). Este último factor podría ser una explicación más estructural y de largo plazo que coyuntural³.

3. Sistema financiero

Si se presenta una mayor contracción de liquidez mundial, o se generan escenarios de estrés excesivos en el mercado de capitales, esto podría implicar consecuencias negativas sobre el desempeño de las entidades de crédito de los países en desarrollo y, por ende, afectar el crecimiento de sus economías. Los canales de transmisión de estos efectos podrían darse por medio de los pasivos y activos del sistema financiero.

a. Consecuencias en los pasivos

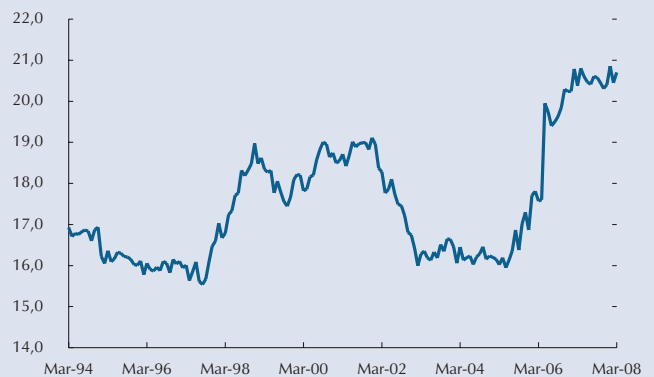
Menores líneas de crédito internacional a los bancos locales o retiros masivos de depósitos por parte de extranjeros en búsqueda de mejores rentabilidades (o refugio) en otros países podrían conducir a problemas de liquidez en los establecimientos de crédito de un país. En este punto, un estudio del FMI (2008b) para América Latina demuestra que el auge del crédito en esta región se ha fondeado en su mayoría con depósitos locales y de deuda soberana. La participación de no

3 Esta hipótesis fue probada por Arango, Arias, Flórez (2008) en un documento que será próximamente publicado en Borradores de Economía del Banco de la República.

residentes en dicho fondeo ha sido muy baja; adicionalmente, países como Colombia, Chile, Brasil y Perú, que tienen como principal instrumento de política monetaria su tasa de interés, hasta ahora no han sido afectados por la crisis de liquidez en el mercado de los Estados Unidos, ya que las tasas a un día en el mercado interbancario se han movido al ritmo de la tasa de referencia de cada banco central.

También se pueden presentar restricciones de crédito, de liquidez o descapitalización de las filiales y sucursales en países en desarrollo por parte de las casas matrices de grandes bancos, aunque hasta el momento en Latinoamérica aún no se ha evidenciado esta situación. En el caso de Colombia, en primer lugar, se presenta un bajo porcentaje del cociente de activos de bancos internacionales sobre activos totales bancarios (Gráfico R1), con relación al resto de países de la región. En segundo lugar, la existencia de estas entidades como filiales, bajo la misma regulación que rige al resto de entidades nacionales del sector, es una ventaja adicional, al tener un capital constituido localmente que aminora los riesgos de una reducción de dicho capital para dirigirlo a las casas matrices.

Gráfico R1
Activos de los bancos extranjeros
(como porcentaje del activo total)



Fuente: Banco de la República.

b. Consecuencias en los activos

Un panorama externo adverso podría generar dificultades en las empresas exportadoras a tal punto que redunde en incumplimientos de los pagos de sus créditos al sistema financiero. Aunque para el caso colombiano estudios que evalúen este riesgo todavía están en curso, los resultados del trabajo de Zamudio (2008) para el sector exportador hacia Venezuela muestran que el impacto del incumplimiento potencial de las obligaciones de dichos exportadores sobre el sistema financiero es muy limitado. Adicionalmente, los niveles de cartera riesgosa comercial han caído a niveles bajos en los últimos años y las tasas de cubrimiento han aumentado recientemente dada la entrada en vigencia del sistema

de administración de riesgo crediticio (SARC) para este tipo de cartera.

Contrario a lo presentado en los mercados bancarios de economías desarrolladas, los países latinoamericanos tienen un porcentaje muy bajo de productos estructurados o titulaciones hipotecarias con origen en los Estados Unidos que afectan el valor de sus activos.

La participación de las inversiones en el total de activos de los bancos radicados en Colombia ha disminuido notablemente en los últimos dos años (pasó de 33% en 2005 a 19% en 2007); de esta forma, el efecto negativo de una desvalorización de las inversiones generadas por un panorama externo adverso es ahora menor que en el pasado. Adicionalmente, las caídas en el precio de los títulos de deuda pública colombianos (TES) en el último semestre, han sido más atribuibles a hechos internos que al panorama externo⁴. Con respecto al mercado accionario, la elasticidad del índice general de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) a los movimientos del S&P 500 de los Estados Unidos ha sido menor que la presentada en países como Brasil, México, Chile, Perú y Argentina.

Por último, a diferencia de la mayoría de países desarrollados, varios indicadores muestran que no se han presentado restricciones de crédito motivadas por la situación en los Estados Unidos: en efecto, la cartera bruta total crece cerca de dos veces del PIB nominal estimado para 2008 y la Encuesta tri-

mestral de expectativas del Banco de la República refleja una disponibilidad de crédito en niveles históricamente altos.

4. Remesas

Otro canal que ha ganado bastante importancia en años recientes, no sólo para la economía colombiana sino también para varias economías de la región, son las remesas. Para países como Salvador, Honduras y Nicaragua, en los últimos cinco años este rubro representa más del 10% del PIB, para el caso de México y Colombia éstas se ubican alrededor del 3%.

Aunque en términos del PIB las remesas en Colombia han mostrado cierta estabilidad en dólares, los niveles de 2007 presentaron un crecimiento cercano al 36% frente lo registrado en 2005 (Cuadro R3). Adicionalmente, como porcentaje de las exportaciones corrientes, tal rubro representa cerca del 15% de las exportaciones de bienes y el 50% del ingreso por inversión extranjera directa.

Por último, aunque aún no se tienen cálculos recientes sobre el efecto de una desaceleración de la economía estadounidense sobre las remesas, éste podría no ser despreciable; sin embargo, vale la pena resaltar que países como España y Venezuela, entre otros, han venido ganando participación como fuente de remesas. En este sentido, si la contracción en los Estados Unidos no implica una recesión mundial, su efecto sobre las remesas podría ser menor (Cuadro R4).

Cuadro R3
Balanza de pagos: ingresos de divisas por remesas de trabajadores en Colombia

	2005 (pr)	2006 (pr)	2007 (pr)
Remesas de trabajadores: ingresos (millones de dólares)	3.314	3.890	4.493
Como porcentaje del PIB	2,7	2,9	2,6
Como porcentaje de los ingresos corrientes-balanza de pagos	11,1	11,1	10,8
Como porcentaje de las exportaciones de bienes	15,2	15,4	14,7
Como número de veces de las exportaciones de:			
Café	2,3	2,7	2,6
Petróleo y derivados	0,6	0,6	0,6
Carbón	1,3	1,3	1,3
No tradicionales	0,3	0,3	0,3
Como proporción de:			
Ingresos por inversión extranjera directa (porcentaje)	32,3	60,2	49,8

(pr) preliminar.
Fuente: Banco de la República.

4 Por ejemplo, al incremento de la inflación o a la política monetaria activa.

Cuadro R4
Remesas por país de origen

	Distribución porcentual por monto		
	2005	2006	2007
Estados Unidos	45,3	41,3	39,4
España	38,8	39,0	39,1
Venezuela	0,5	3,0	6,9
Otros	15,5	16,6	14,5
Total	100,0	100,0	100,0

Fuente: Encuesta Trimestral de Remesas- Banco de la República.

Referencias

- Abrego; Osterholm. "External Linkages and Economic Growth in Colombia: Insights from a Bayesian VAR model", documento de trabajo FMI, 2008.
- Arango; Arias; Flórez. "Trends, Fluctuations, and Determinants of Commodity Prices" (por publicar), Borradores de Economía, Banco de la República, 2008.
- Fondo Monetario Internacional. "Dollar Depreciation and Commodity Prices", *World Economic Outlook*, 2008a.
- Fondo Monetario Internacional. "Regional Economic Outlook: Western Hemisphere", *World Economic and Financial Surveys*, 2008b.
- Frankel. "The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices", documento de trabajo, núm. 12713, *National Bureau of Economic Research (NBER)*, 2006.
- González; Moreno. "Sensibilidad de economías emergentes ante un deterioro del escenario internacional", en *Reporte de Inflación*, Banco Central de Chile, 2007.
- Márquez. "The Puzzling Income Elasticity of US Imports", memorias del *Econometric Society World Congress 2000 Contributed Papers*, núm. 1128, 2000.
- Márquez. "Estimating Elasticities for US Trade in Services", *International Finance Discussion Paper*, núm. 836, Federal Reserve Board, 2005.
- Zamudio. "Situación financiera de las empresas que exportan a Venezuela" (documento interno de trabajo), Banco de la República, 2008.

III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

Una recesión moderada en los Estados Unidos, como la contemplada en este informe no tendría implicaciones importantes sobre los términos de intercambio ni en la inversión extranjera directa.

Sin embargo, el principal riesgo que enfrenta el escenario externo es el de una recesión más pronunciada y duradera en la economía de los Estados Unidos y sus efectos adversos sobre la demanda global.

En 2008 se espera que la economía colombiana se desacelere; el grado de moderación en el crecimiento dependerá, en buena parte, del contexto externo.

La incertidumbre que rodea los pronósticos de inflación aumentó. Los principales riesgos sobre la inflación provienen de la posible persistencia en los aumentos de los precios de los alimentos y los combustibles, asociados con los precios internacionales.

Existen riesgos de presiones inflacionarias originadas por incrementos salariales y por aumentos de las expectativas de inflación.

A. CONTEXTO INTERNACIONAL

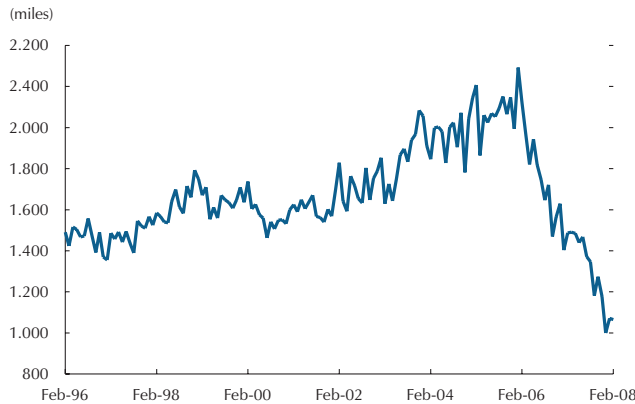
Teniendo en cuenta lo ocurrido durante el trimestre pasado, nuestro escenario central sobre el contexto externo continúa contemplando una recesión moderada en la economía estadounidense; lo cual estaría acompañado de un menor ritmo de crecimiento por parte del resto de economías desarrolladas, aunque la expansión en las economías emergentes, lideradas por China e India, permitirá que el dinamismo mundial continúe siendo relativamente alto.

Al primer trimestre del año la economía de los Estados Unidos estaría comportándose muy afín con lo esperado en el informe trimestral anterior. Los indicadores disponibles más recientes señalan que el PIB habría continuado debilitándose¹².

Nuestro escenario central sobre el contexto externo continúa contemplando una recesión moderada en la economía estadounidense.

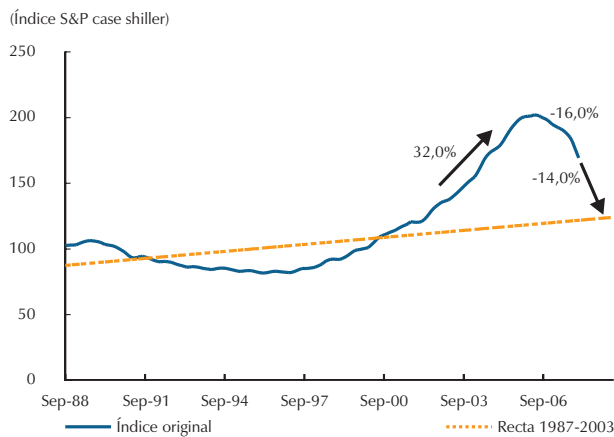
¹² Al momento de realizarse este informe se conoció la cifra preliminar del crecimiento para el cuarto trimestre de 2007: 0,6% (trimestral anualizado).

Gráfico 41
Permisos de iniciación y construcción de vivienda
en los Estados Unidos



Fuente: Datastream.

Gráfico 42
Índice del precio de la vivienda real



Fuente: Datastream, cálculos del banco de la República.

Las cifras sobre servicios e industria para dicho país sugieren un pobre desempeño de estos sectores, con una alta probabilidad de contracción. La percepción de los consumidores sobre su situación económica, tanto la actual como la esperada, se ha resentido, y las ventas minoristas (reales) al mes de marzo no crecieron. Adicionalmente, por tercer mes consecutivo la creación de empleo ha sido negativa, con incrementos importantes en la tasa de desempleo, pasando de 4,5% en abril de 2007 a 5,1% en marzo de 2008.

Por el lado del mercado de vivienda no se observan síntomas de estabilización: los permisos de construcción e iniciación de casas continuaron disminuyendo y los inventarios de vivienda han aumentado, prolongando hacia futuro una presión bajista en los precios de las viviendas (gráficos 41 y 42). Esta situación ha afectado el mercado de hipotecas al observarse un incremento en la morosidad, que es más pronunciado en los créditos otorgados recientemente y que no solo está circunscrito a la cartera *subprime*. Lo anterior redundó en un aumento de los embargos de viviendas por parte de los bancos (*foreclosures*).

A raíz de los problemas en el mercado hipotecario, la percepción de riesgo continuó siendo alta, afectando la liquidez y la solvencia de los mercados financieros de las economías desarrolladas. Como consecuencia de ello, la oferta de crédito se ha visto reducida: las encuestas más recientes han mostrando aumentos importantes en las restricciones de créditos, no solo del hipotecario sino también del de consumo y del comercial.

En este contexto es más probable que la economía de los Estados Unidos se enfrente a una fase de crecimiento baja, con una recuperación lenta hacia 2009. Las razones que sustentan este pronóstico son varias: en primer lugar, por los altos niveles de endeudamiento de los hogares, que tienen como contrapartida elevados y crónicos desbalances externos y fiscales; en segundo, por la crisis de confianza, lo que ha derivado en un fuerte debilitamiento en la disponibilidad de financiamiento de los hogares y las familias, y en tercer lugar, debido a los altos precios de las materias primas, que de mantenerse equivaldrían a un choque negativo de productividad que podría frenar el crecimiento económico.

Dado lo anterior, para este informe no modificamos significativamente el pronóstico de crecimiento de los Estados Unidos para 2008, el cual se mantiene en 0,8%; sin embargo, se redujo el crecimiento esperado para 2009 a 1,2%.

Los pronósticos de crecimiento de los Estados Unidos para 2008 se mantienen en 0,8%; sin embargo, se redujo el crecimiento esperado para 2009 a 1,2%.

Para el resto de las economías desarrolladas el panorama de mediano plazo también es menos favorable que el proyectado hace tres meses. Aunque las economías de la zona del euro y Japón siguen mostrando crecimientos positivos, ya presentan síntomas de desaceleración, cuya causa podría ser también una menor oferta de crédito a los hogares y las empresas. A ello se suma el efecto negativo sobre sus exportaciones debido a la apreciación del yen y del euro frente al dólar. Así las cosas, para este informe se redujo un poco el pronóstico de crecimiento de estas dos economías, acorde con las expectativas de los analistas (Cuadro 9).

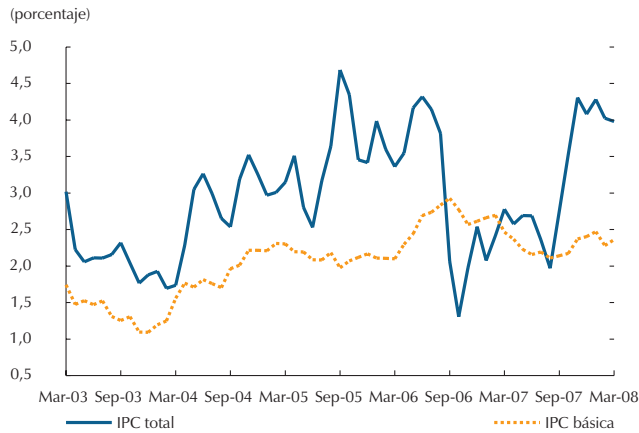
Con respecto a las tasas de interés de referencia para la política monetaria en los Estados Unidos, las reducciones observadas en el primer trimestre fueron mayores y más rápidas que las previstas en el informe anterior. Dado esto, es probable que las disminuciones que se avecinen sean pocas, en caso de presentarse. En este informe esperamos que la tasa de política de la Fed se reduzca a 1,75% en los próximos meses, desde un nivel de 2,25% a finales de marzo; no obstante, la Fed no cuenta con un margen de acción muy alto dada la situación de la inflación y sus

Cuadro 9
Pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales (porcentaje)

	Observado 2007	Pronósticos para		
		2008, a:		2009, a:
		Abr-08	Ene-08	Abr-08
Principales socios				
Estados Unidos	2,2	0,8	0,8-1,5	1,2
Zona del euro	2,6	1,5	1,9	1,8
Ecuador	1,9	2,7	2,2	3,5
Venezuela	8,4	5,8	6,0	4,0
Otros socios				
Japón	1,8	1,3	1,5	1,8
China	11,4	10,2	10,5	9,6
Perú	8,1	7,0	6,8	6,4
México	3,1	2,6	3,2	3,3
Chile	5,3	4,2	4,9	4,7
Argentina	8,3	6,9	6,2	5,0
Brasil	5,2	4,6	4,7	4,4
Bolivia	4,0	4,1	4,5	4,1
Países desarrollados	2,2	1,4	2,0	1,4
Países en desarrollo	5,9	4,6	5,0	4,3
Total socios comerciales	3,6	2,6	2,6-2,9	2,5

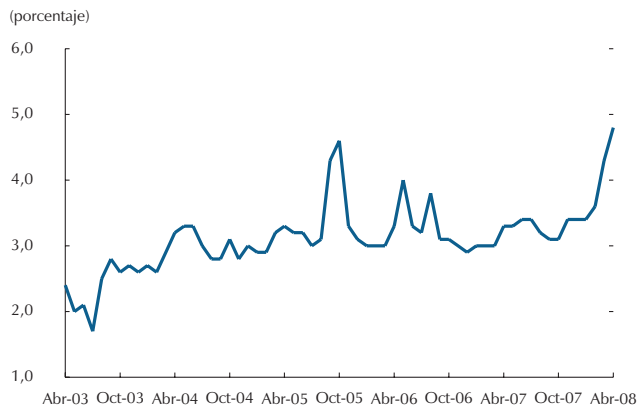
Fuente: Datastream, Consensus, FMI y Banco de la República.

Gráfico 43
Inflación anual al consumidor en los Estados Unidos



Fuente: Datastream.

Gráfico 44
Encuesta de expectativas de inflación a un año para los Estados Unidos



Fuente: Datastream, Michigan.

Gráfico 45
Precio del petróleo (WTI),
Bolsa de Nueva York



Fuente: Datastream.

expectativas de corto plazo (gráficos 43 y 44). Para el caso de la zona del euro y Japón es menos probable que se registren reducciones en las tasas de referencia de los bancos centrales, debido a las mayores presiones sobre la inflación.

Actualmente, los pronósticos para las economías emergentes no presentaron grandes cambios. En lo corrido del año su desempeño aún no se ha visto alterado por los problemas de las economías desarrolladas: de hecho, la economía china creció 10,6% en marzo, y aunque sus exportaciones se han resentido, la inversión y el consumo interno han compensado en buena parte este menor dinamismo.

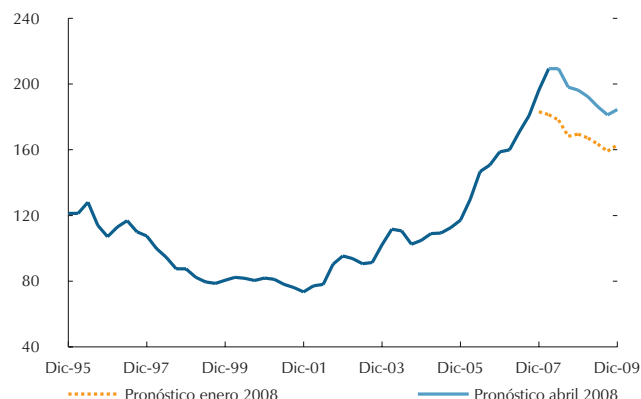
El crecimiento esperado para nuestros socios comerciales también es similar al proyectado hace tres meses. Para Venezuela se prevé un crecimiento de 5,8% en 2008 y 4,0% en 2009, con una demanda interna que lo haría a niveles similares a los observados en 2007 (19%). Para el caso de Ecuador, las proyecciones mejoraron levemente frente al informe anterior: ahora se espera 2,7% en este año y 3,5% para el próximo. Nuestras exportaciones hacia estos destinos continuarán dependiendo más del comportamiento de la demanda interna que del PIB.

En el contexto anterior se espera que los términos de intercambio para Colombia y la mayoría de economías de la región se mantengan en niveles altos, o incluso aumenten. Este pronóstico se sustenta en la tendencia ascendente que registraron los precios de la mayoría de materias primas durante el primer trimestre y que tendieron a superar las previsiones del *Informe sobre Inflación* anterior.

El caso más sobresaliente es el del petróleo, cuyo precio ha alcanzado niveles cercanos a los US\$120 por barril en semanas previas a la publicación de este informe (Gráfico 45), con lo cual, actualmente contemplamos un precio promedio para 2008 de US\$95 por barril (frente a los US\$87 proyectados en el informe de diciembre).

Desde el tercer trimestre del año pasado los precios del resto de *commodities* también presentaron aumentos que no fueron contemplados. Como en el petróleo,

Gráfico 46
Índice de precios del total de *commodities*,
sin petróleo (WCF)



Fuente: The Economist Intelligence Unit.

detrás de estos aumentos está una demanda mundial todavía fuerte sumada al surgimiento de choques de oferta de diversa índole y a una mayor actividad especulativa debido al debilitamiento mundial del dólar. Aunque se espera alguna reducción en los precios, especialmente para el próximo año, estos podrían mantenerse en niveles bastante altos. Según The Economist Intelligence Unit, los precios de los productos básicos sin energía se incrementarían 10,6% en 2008, frente al 0,4% previsto hace tres meses (Gráfico 46). Para el próximo año, se proyecta una reducción de 7,4% en promedio, siempre y cuando se verifique una moderación en la demanda mundial.

Para el caso de los principales bienes de exportación colombianos, las proyecciones también se revisaron al alza, especialmente para petróleo, carbón y oro (Cuadro 10); sin embargo, como ya se mencionó, la incertidumbre sobre el comportamiento futuro de estos precios es alta.

En general, la dinámica de las economías latinoamericanas, incluida la colombiana, seguirá sustentada, en buena parte, en los altos términos de intercambio. En este contexto, se espera que los capitales sigan fluyendo hacia las economías emergentes de la región: en particular, la IED permanecería en niveles similares a los observados en los dos años anteriores (véase el Recuadro).

El riesgo más importante que enfrenta el escenario externo descrito anteriormente está relacionado con una recesión más pronunciada y duradera en la economía de los Estados Unidos, y con sus efectos adversos sobre la demanda global. Los problemas en esta economía son de corte estructural y podrían tardar tiempo en resolverse y requerirían algo más que ajustes en la política monetaria y fiscal. Esto sería especialmente válido si su sector financiero se encamina hacia una contracción profunda del crédito (*credit crunch*), en cuyo caso la salida del ciclo bajista sería muy lenta y afectaría el crecimiento de 2009. En un entorno como ese, es

Cuadro 10
Precios internacionales

	2005	2006	2007	Proyección para 2008	
				Actual ^{a/}	Anterior ^{b/}
Café (ex dock) (dólares por libra)	1,2	1,2	1,3	1,4	1,2
Petróleo (dólares por barril) ^{c/}	49,8	58,3	66,2	90,2	67,1
Carbón (dólares por tonelada)	47,8	48,0	50,8	69,6	55,7
Ferróniquel (dólares por libra)	2,4	3,6	5,5	4,2	3,8
Oro (dólares por onza troy)	445,0	604,6	696,9	960,4	865,4

a/ Balanza de pagos estimada en abril de 2008.

b/ Balanza de pagos estimada en enero de 2008.

c/ Precio promedio de crudos exportados por Colombia que supone un precio WTI de US\$95 en 2008.

Fuente: Banco de la República.

En 2008 se prevé que el déficit en la cuenta corriente del país podría estar alrededor de 3,6% del PIB.

más probable esperar una reducción fuerte de los términos de intercambio y de los flujos de capitales hacia las economías emergentes.

Por otro lado, el incremento continuo de los precios del petróleo y de otras materias primas en las últimas semanas está aumentando la probabilidad de que se observen niveles para todo 2008, e incluso 2009, superiores a los contemplados en el escenario central descrito. Esto apuntaría hacia un desacoplamiento de las economías emergentes de la región, con respecto al crecimiento en los Estados Unidos, más profundo que el considerado en este informe.

B. BALANZA DE PAGOS

Al comparar los pronósticos del *Informe sobre Inflación* de diciembre de 2007 con los actuales se observa que para Colombia han mejorado las perspectivas en el contexto externo. En especial, los mejores precios internacionales de productos básicos asociados con nuestras exportaciones podrían compensar una menor demanda externa relacionada con la caída del crecimiento de nuestros socios comerciales, principalmente en los Estados Unidos. Ambos factores influyen en las proyecciones de los ingresos y de otros rubros de la balanza de pagos.

Con respecto a las importaciones, para 2008 se proyecta que su ritmo de crecimiento continúe siendo similar al observado durante el año 2007. Las mayores compras al exterior estarían asociadas tanto con proyectos de inversión como con compras de equipo militar (las cuales ascenderían a un valor equivalente al 0,6% del PIB). Dado lo anterior, y teniendo en cuenta la incertidumbre sobre la magnitud de la desaceleración en los Estados Unidos y sus posibles efectos sobre el crecimiento mundial y los precios internacionales de los productos básicos, se prevé que en 2008 el déficit en cuenta corriente de Colombia podría estar alrededor de 3,6% del PIB.

En cuanto a los flujos de capital hacia Colombia, el escenario central del Banco supone que las decisiones de los inversionistas extranjeros sobre los proyectos de inversión anunciados no se verán afectadas por la incertidumbre sobre la recesión en los Estados Unidos; por ello, se espera que los flujos de IED alcancen niveles altos y similares a los del año 2007.

C. CRECIMIENTO INTERNO

1. Pronóstico del PIB en 2008

Para 2008 se espera que el crecimiento económico se modere, luego de la aceleración observada a finales de 2007; sin embargo, actualmente se prevé que para 2008 este crecimiento sea mayor que el contemplado en el informe de diciembre, dado que el ritmo de expansión a finales del año pasado superó las previsiones del Banco.

El desempeño de la economía colombiana estará determinado por el comportamiento del contexto externo, en particular por el menor crecimiento de la economía de los Estados Unidos.

Al igual que en diciembre, en el informe actual se espera que varios factores permitan la desaceleración gradual de la economía hacia tasas compatibles con las metas de inflación de largo plazo del Banco. Los principales factores son:

- Las acciones de política tomadas por el Banco de la República desde 2006 y que han empezado a reflejarse principalmente en una moderación en la oferta del crédito de consumo.
- El debilitamiento estimado del crecimiento mundial, principalmente de las economías desarrolladas.
- Una menor dinámica de las exportaciones a Venezuela.

En buena medida, el desempeño de la economía colombiana estará determinado por el comportamiento del contexto externo, en particular por el menor crecimiento de la economía de los Estados Unidos, y de la forma como éste influya sobre otras economías desarrolladas y sobre países emergentes, como China e India.

En la actualidad existe una gran incertidumbre sobre el grado de coordinación de los ciclos económicos de los Estados Unidos y las economías emergentes. Para este informe se supone que dicha coordinación es parcial, sobre todo en el caso de las economías emergentes exportadoras de materias primas, como Colombia. En particular se supone que el auge de China, India y otras economías emergentes grandes se mantendrá, pese a la desaceleración en los Estados Unidos y de algunas economías desarrolladas. Gracias a esto, los términos de intercambio de Colombia y de gran parte de América Latina se sostendrán en niveles históricamente altos.

Teniendo en cuenta lo anterior, en este informe se consideraron dos escenarios para pronosticar el crecimiento de Colombia en 2008, los cuales dependen del desempeño de la economía de los Estados Unidos. El primero contempla una contracción del PIB de ese país durante parte de 2008, con una dinámica positiva para el año completo de alrededor de 0,8%; también se consideran unos precios de las materias primas altos y mayores que los observados en 2007, en promedio. En el caso del petróleo se esperaría un precio promedio de US\$95 por barril para el West Texas Intermediate (WTI). Así mismo, se supone un crecimiento para Venezuela relativamente alto, aunque menor que el observado en años anteriores, lo que no implica una desaceleración de la demanda interna de dicho país.

Desde este escenario la confianza en Colombia se mantendría alta, lo que haría posible que continuara una afluencia importante de divisas por la entrada de IED, la cual se estima que sería similar a la registrada en 2007. La oferta de divisas también seguiría fortalecida por el flujo de remesas, que se espera no sea golpeado seriamente por el menor crecimiento de los Estados Unidos y de Europa.

Un segundo contexto externo supone una contracción estadounidense más fuerte, con un crecimiento para el año completo de 0%. En este caso, la economía mundial resultaría más afectada, con lo que los precios de las materias primas sufrirían

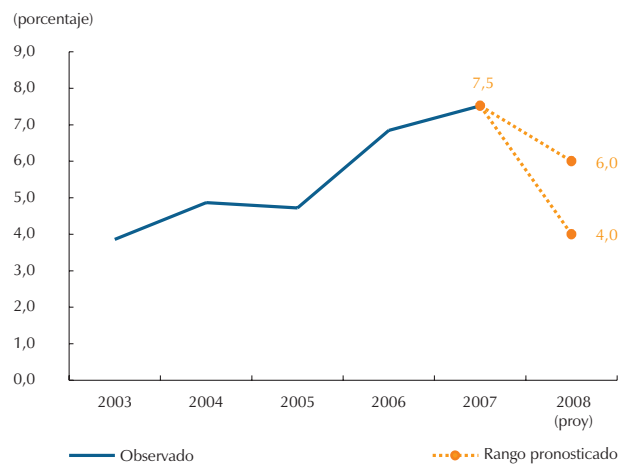
Para este informe, se supone una coordinación parcial entre los ciclos económicos de los Estados Unidos y Colombia.

En 2008 se espera una desaceleración moderada del crecimiento en Colombia.

un retroceso frente a los niveles actuales, y muy afines con los observados el año pasado. En el caso del petróleo, el precio promedio esperado sería de US\$70 por barril; por consiguiente, se presentaría un menor crecimiento de la economía venezolana, incluida su demanda interna, y unas entradas de divisas menores por concepto de remesas y de IED.

Junto con los dos escenarios anteriores, en el pronóstico del PIB para 2008 se tuvo en cuenta la incertidumbre que rodea el gasto público, en especial en inversión, como consecuencia, entre otras razones, de los numerosos planes de expansión de la infraestructura vial y de transporte y por el aumento del gasto militar anunciado por el Gobierno. Por tanto, se realizaron estimaciones previendo crecimientos de la inversión en obras civiles (asociada con la inversión pública) entre 6% y 9%. Cabe señalar que estas tasas continúan siendo menores que las registradas en los últimos cuatro años y, por ende, podrían estar subestimando el desempeño de ese rubro en 2008.

Gráfico 47
Pronóstico de crecimiento del PIB para 2008



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

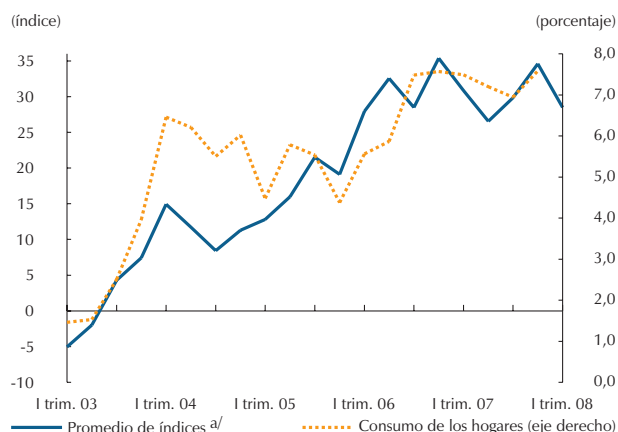
Los dos escenarios de contexto externo también consideran diversas magnitudes de IED, coherentes con diferentes niveles de déficit en cuenta corriente.

Así las cosas, los modelos del banco indican que la economía colombiana podría crecer en un rango entre 4% y 6% en 2008 (Gráfico 47). Este intervalo es mayor que el que se presentó en diciembre (entre 3,7% y 5,7%), pero supone una moderación en comparación con la expansión de los años anteriores. La tendencia más pronunciada se concentraría en la parte superior de ese intervalo: en particular, en este informe se considera que el crecimiento más probable sería alrededor de 5,2%, superior al previsto en diciembre (5,0%). Lo anterior se justifica por varias razones:

- Las exportaciones en dólares durante el primer bimestre del año no han resultado afectadas por el menor crecimiento en los Estados Unidos. Por el contrario, han tendido a acelerarse, lo cual en buena parte obedece a los altos precios del petróleo, pero también las exportaciones no tradicionales a destinos como Venezuela todavía no se habían desacelerado.
- Diversos indicadores en los Estados Unidos sugieren que su economía se estaría comportando mejor de lo previsto en el primer trimestre del año.
- En Colombia algunos indicadores del sector real durante el primer trimestre, aunque sugieren un menor crecimiento que en 2007, todavía exhiben una economía que crece sólidamente. En particular, a marzo el indicador de confianza de consumo de Fedesarrollo sugiere que el consumo privado (el

El crecimiento de 2008 se proyecta entre 4,0% y 6,0%, siendo 5,2% la cifra más probable.

Gráfico 48
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.

61% del PIB) siguió comportándose a tasas históricamente altas (Gráfico 48).

- En las últimas semanas los precios de las materias primas exportadas por el país han tendido a superar los niveles previstos en este informe para el año completo. Esto puede tener repercusiones positivas sobre el ingreso disponible en el país y, en últimas, sobre el gasto.

Los pronósticos por tipo de gasto para la proyección más probable se presentan en el Cuadro 11. Aún con los sesgos al alza, en todos los agregados se espera una desaceleración frente a los registros de 2007. La moderación del consumo de los hogares sería, en parte, el resultado de la política monetaria, pero también se daría como consecuencia de los efectos que sobre la

capacidad adquisitiva del ingreso disponible tienen los elevados precios de los alimentos. Por otro lado, se prevé una recomposición del consumo privado en favor del de servicios y en contra del de bienes durables, el cual está más asociado con el comportamiento de las tasas de interés. En cuanto a la inversión, ésta continuaría exhibiendo una expansión importante, dirigida a ampliar la capacidad productiva de sectores transables, principalmente la minería.

Las proyecciones más inciertas corresponden a las del sector externo, donde se estima una desaceleración de las exportaciones debido al deterioro de las condiciones externas. En las importaciones se prevé un crecimiento importante, fundamentalmente por cuenta de las compras de equipo militar, de las asociadas con la inversión extranjera y de las que demandarían la realización de las obras de ingeniería civil (Cuadro 11).

En este informe no se descarta un crecimiento un poco débil para el primer trimestre del año, frente a lo esperado para todo 2008, como resultado, entre otros factores, de la presencia de Semana Santa en el mes de marzo, lo que implicó un menor número de días laborables en el primer trimestre de este año con respecto al mismo período de 2007. Para 2008 también hay que advertir que el cambio de metodología en el cálculo del PIB por parte del DANE aumentaría sustancialmente la incertidumbre de los pronósticos.

El crecimiento del primer trimestre estará afectado por la presencia de más días festivos que en el mismo período de 2007.

D. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

1. Pronósticos

Como se explicó en las secciones precedentes, durante el primer trimestre del año la inflación estuvo sometida a diversas presiones, las cuales no fueron previstas plenamente en el informe de diciembre. En vista de ello, los resultados tendieron

Cuadro 11
Escenario central por tipo de gasto
(porcentaje)

	2007	2008 (proy)
Consumo final	6,3	5,5
Hogares	7,3	5,9
Gobierno	2,9	4,0
Formación bruta de capital	21,2	13,5
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	18,2	14,1
FBCF sin obras civiles	15,8	16,3
Obras civiles	28,2	6,0
Variación de existencias (VE)	44,4	10,0
Exportaciones totales	7,5	5,5
Importaciones totales	16,4	14,0
PIB	7,5	5,2
Demanda interna final	9,7	7,5
Demanda interna final sin VE	8,8	7,4

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

a superar por un margen importante las proyecciones realizadas en dicha edición. Al incorporar tales presiones, y tener en cuenta los errores de pronósticos del trimestre anterior, las proyecciones del equipo técnico del Banco de la República aumentaron, especialmente para 2008.

El aumento en los pronósticos se dio principalmente en la inflación de alimentos y en la de regulados, aunque también se revisó ligeramente al alza la inflación de transables sin alimentos ni regulados; por su parte, la senda proyectada para la inflación de no transables no tuvo cambios relevantes.

De acuerdo con el modelo del Banco, para finales de 2008 la inflación total al consumidor se situaría en 4,9%, por encima del pronóstico efectuado en diciembre (4,7%) y del techo del rango meta definido por la JDBR (entre 3,5% y 4,5%). Para 2009 la misma senda señala una reducción de la inflación hacia niveles de 4,0%, finalizando el año muy cerca de lo previsto en el informe anterior (Cuadro 12). Conviene recordar que en noviembre del año pasado la JDBR anunció que fijaría el punto medio de la meta de inflación para 2009 entre 3,0% y 3,5%.

Las proyecciones centrales sugieren una reducción de la inflación total durante el segundo trimestre del año.

La senda central sugiere que la inflación total al consumidor habría alcanzado su punto máximo en marzo del presente año y que disminuiría durante el segundo trimestre, siguiendo una trayectoria muy similar a la esperada para la inflación de alimentos. Por su parte, la inflación sin alimentos fluctuaría alrededor de 4,7% durante todo 2008, con un nivel ligeramente superior que el contemplado en el informe de diciembre.

Los aumentos en los pronósticos de inflación para el resto del año están ligados al comportamiento de los precios de los combustibles y los alimentos.

Desde el año pasado la inflación en Colombia ha estado sometida a varias presiones que explicaron el aumento de los precios por encima de las metas del Banco. En los pronósticos elaborados en el informe anterior se supuso que ellas cederían lentamente desde comienzos del presente año, lo que permitiría una reducción gradual de la inflación; sin embargo, a comienzos de año las presiones inflacionarias continuaron, e incluso se acentuaron, en especial las de origen externo.

Así las cosas, las razones que explican el aumento de los pronósticos para lo que resta de 2008 están ligadas, sobre todo, al incremento reciente de los precios de los combustibles y de los alimentos. El pronóstico central supone que gran parte de los aumentos en los precios durante meses recientes son transitorios; no obstante, los mayores niveles de principios de año conllevarían una inflación anual para los rubros de combustibles, servicios de transporte y alimentos a lo largo de 2008, que es mayor que la prevista en el informe de diciembre.

En el caso de los alimentos, la senda central del pronóstico contempla una reducción gradual de los precios internacionales y de otros productos agrícolas importados por el país (cereales, aceites y oleaginosas), los cuales regresarían en 2009 a los niveles promedio reportados en 2007. Ello permitiría una reducción de la inflación interna de los alimentos procesados hacia niveles del 4%, siempre y cuando no se presente una depreciación pronunciada del peso.

Los altos precios del petróleo han impactado, en 2008 principalmente, el pronóstico de los combustibles y los servicios de transporte público (ambos rubros incluidos en el IPC de regulados). A partir de 2009 se supone que la inflación de tales rubros convergería hacia las metas de largo plazo.

Cuadro 12
Pronósticos del modelo central (MMT) ^{a/}
(porcentaje)

	Inflación total	Inflación de alimentos	Inflación sin alimentos			Brecha del producto	
			Total	No transables	Transables		
Dic-07	5,7	8,5	4,4	5,2	2,3	6,4	2,6
Mar-08	5,9	8,5	4,7	5,1	2,4	7,7	2,2
Jun-08	5,4	6,8	4,8	5,1	2,5	8,5	1,8
Sep-08	5,5	7,3	4,7	5,0	2,6	7,4	1,4
Dic-08	4,9	6,0	4,5	5,0	2,2	7,1	0,7
Mar-09	4,0	3,8	4,2	5,2	2,2	5,4	0,2
Jun-09	4,1	4,3	4,0	5,0	2,4	4,5	(0,2)
Sep-09	4,1	4,1	4,1	4,8	2,8	4,8	(0,6)
Dic-09	4,0	3,9	4,0	4,4	3,2	4,2	(0,8)
Mar-10	3,8	3,8	3,9	4,1	3,5	3,9	(1,0)

^{a/} Los 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.

La inflación de los transables se mantendría por debajo de la meta.

El pronóstico de los regulados también fue afectado por ajustes mayores a los previstos en las tarifas de servicios públicos, los cuales resultaron de la activación de los mecanismos de indexación contemplados en las normas de regulación. Sin embargo, se espera que el alza se concentre en 2008 y que para 2009 los reajustes tarifarios se efectúen a tasas más acordes con las metas del banco, siguiendo la evolución proyectada de la inflación al consumidor.

Con respecto a las inflaciones de transables y no transables sin alimentos ni regulados, los pronósticos centrales de este informe no cambiaron significativamente frente a lo que se estimaba en el informe trimestral anterior.

En el caso de los no transables, esto ocurre pese a que el crecimiento de 2007 superó las previsiones anteriores y a que han aumentado los pronósticos para 2008. La explicación radica en que las estimaciones de la brecha del producto no se modificaron sustancialmente en este informe, en vista de que se considera que el mayor dinamismo observado en 2007 estuvo acompañado por una expansión equivalente de la capacidad productiva de la economía. En otras palabras, en este informe se contempla un crecimiento potencial o no inflacionario de la economía mayor que el proyectado en reportes anteriores, lo cual no significa que la economía no enfrente presiones inflacionarias de demanda en 2008, pues la brecha continuaría siendo positiva durante todo el año y la inflación de no transables se mantendría muy por encima de las metas de la JDBR hasta el próximo.

Los transables, por su parte, continuarían exhibiendo una inflación baja en 2008 y en 2009 gracias a la apreciación acumulada del tipo de cambio. Además, en un contexto externo de altos precios para los productos básicos exportados y de importantes entradas de IED no se espera un debilitamiento fuerte del tipo de cambio.

2. Riesgos

Como sucedía en el informe de diciembre, en esta oportunidad el grado de incertidumbre que rodea los pronósticos de inflación es más alto que el histórico, en buena parte, como resultado de los acontecimientos externos relacionados con el debilitamiento de la economía de los Estados Unidos y de su posible efecto sobre la demanda mundial, los términos de intercambio y los flujos de capital, entre otras variables. Por ello la amplitud del balance de riesgos (*Fan Chart*) continúa siendo bastante grande.

Los principales riesgos están asociados con las siguientes circunstancias:

- Como se mencionó, existe el riesgo de que los Estados Unidos enfrenten un ciclo bajista más fuerte y prolongado de lo previsto en el escenario central, lo cual conduzca a un deterioro más pronunciado de la economía global. En este entorno cabe esperar un menor dinamismo de la economía colombiana, con lo que las presiones sobre precios originadas en los excesos de demanda serían menores que los estimados en este informe.

El comportamiento de la economía de los Estados Unidos y su efecto sobre la demanda mundial genera incertidumbre sobre los pronósticos de inflación.

Una menor inflación podría darse si continúa reduciéndose la utilización de la capacidad instalada, dadas las altas tasas con que crece la inversión.

- La inversión en bienes de capital y en obras civiles ha venido creciendo a tasas altas en los últimos años y se espera que continúe con esta tendencia en 2008. Este hecho ha permitido desde mediados de 2007 un aumento de la capacidad productiva de la economía y una reducción de la utilización de capacidad instalada en sectores como la industria, pese al fuerte ritmo de expansión de la demanda. Así las cosas, cabe la posibilidad de que la brecha del producto se esté cerrando a una velocidad mayor que la esperada en el escenario central de este informe. De hecho, la estabilidad de la inflación de no transables en lo corrido del año argumenta esta conclusión.
- Desde mediados del año pasado, y especialmente durante el primer trimestre de 2008 (incluyendo las primeras semanas de abril), la apreciación acumulada del peso frente al dólar ha sido importante, pero ella no se ha visto reflejada en la inflación de transables. Aunque la senda central de pronóstico contempla una desaceleración de la inflación de esta canasta hacia finales de año, dicha reducción podría darse más pronto y ser mayor.

Los riesgos al alza son:

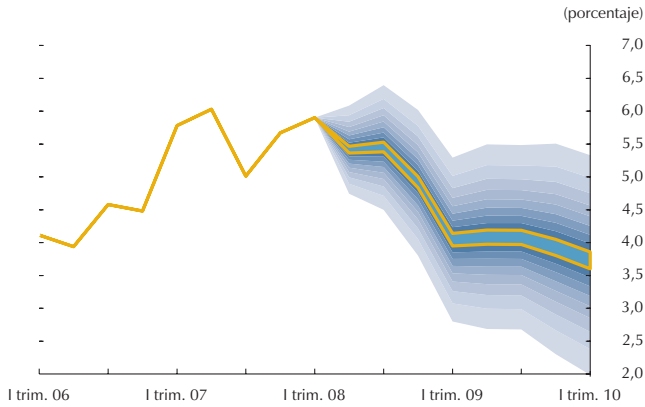
- Los aumentos registrados en los precios internacionales de los alimentos a finales del año pasado y en los primeros meses de 2008 podrían no ser transitorios. De darse esto, la inflación de alimentos en Colombia tendería a permanecer en niveles altos por más tiempo del previsto en la senda central del pronóstico.
- Los aumentos recientes en los precios internacionales de los combustibles, si se mantienen, constituyen un riesgo alcista sobre los precios internos de los combustibles, del transporte y de los servicios públicos. La senda central supone precios promedio del petróleo para 2008 que no superan los US\$100 el barril para el WTI.
- La aceleración de la inflación a comienzos de año y el aumento de las expectativas puede activar mecanismos de indexación que en años pasados habían perdido importancia. Este hecho podría generar una inflación más alta y persistente que la presentada en la senda central del pronóstico, sobre todo a través de las tarifas de servicios públicos.
- A comienzos de año los salarios para varios segmentos del mercado laboral aumentaron a tasas crecientes y superiores a las metas de inflación, incluso después de tener en cuenta ganancias en productividad. Es posible que el incremento de expectativas esté generando efectos de segunda ronda sobre el ajuste de los salarios. Un aumento de los costos laborales por encima de las metas no ha sido considerado en la senda central de pronóstico de este informe, pero puede ser un riesgo que traería presiones inflacionarias este año y el próximo.
- Si la inflación termina por encima del rango meta este año, los reajustes de precios y salarios en 2009 tenderán a ser altos, dificultando la reducción de la inflación en el largo plazo.

Los riesgos alcistas se originan en la persistencia en los aumentos de los precios de los alimentos y los combustibles, las presiones salariales y la activación de los mecanismos de indexación.

En la medición de la inflación para el próximo año conviene tener presente que el DANE planea modificar la canasta básica con base en la cual se mide el IPC. Además de cambios metodológicos, esto seguramente implicará la introducción de nuevos bienes y servicios, y el consiguiente cambio en la importancia de los diferentes registros dentro del gasto del hogar promedio. Todo esto aumentaría el margen de incertidumbre que acompaña los pronósticos para 2009.

En el Gráfico 49 se presenta el balance de riesgos (*Fan Chart*) y la tabla de probabilidades anexa. La posibilidad de observar una inflación por debajo del techo del rango meta en 2008 disminuyó en este informe, en comparación con los resultados obtenidos anteriormente. Como es usual, los pronósticos que se han presentado tienen implícita una política monetaria activa que se ajusta para garantizar el cumplimiento de las metas de inflación en el largo plazo.

Gráfico 49
Distribución de probabilidades del pronóstico de inflación
(*Fan Chart*)^{a/}



Probabilidad acumulada al observar una inflación al consumidor para el rango indicado

Rangos de inflación (%)	Dic-08	Dic-09
mayor a 5,5	19,3	5,0
menor a 5,5	80,7	95,0
menor a 5,0	54,7	86,8
menor a 4,5	26,7	72,4
menor a 4,0	8,8	53,0
menor a 3,5	1,8	33,2
menor a 3,0	0,2	17,4

a/ Los 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.

ANEXO

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTRANJEROS

Este es un resumen 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 marzo de 2008.

1. PROYECCIONES PARA 2008

En el Cuadro A1 se presentan los pronósticos para 2008. En promedio, los analistas locales y extranjeros esperan un crecimiento económico de 5,3%, 3 pb por encima del pronóstico del trimestre anterior. Con contadas excepciones las expectativas continúan revisándose al alza, reflejando el buen momento que exhiben los indicadores económicos de demanda y oferta. En efecto, se ha registrado un alto crecimiento del crédito, tasas elevadas de importaciones y un índice de confianza del consumidor de Fedesarrollo que se mantiene en niveles elevados, lo cual permite esperar que el consumo privado continúe mostrando un buen crecimiento.

Aunque el resultado es inferior a la dinámica del PIB real de 2006 y 2007, de confirmarse esta expectativa sería el quinto año consecutivo con crecimientos iguales o superiores a 5%, cifras que no se consideraban probables al comienzo de la década. Según las actuales medidas del PIB potencial, un aumento entre 5% y 6% parece ser más sostenible y evitaría el surgimiento de desequilibrios macroeconómicos, que a mediano plazo podrían desestabilizar esta dinámica tan positiva.

En cuanto a la inflación, el pronóstico de los analistas locales aumentó 63 pb al situarse en 5,1%, mientras que el de los extranjeros aumentó 56 pb y se ubicó en 5%. Como viene ocurriendo desde hace cuatro informes, este valor se encuentra por encima del rango meta fijado para este año (entre 3,5% y 4,5%). La anterior expectativa es coherente con el resultado de la más reciente encuesta trimestral aplicada por del Banco de la República, en donde se señala que sólo el 6% de los encuestados cree que la autoridad monetaria va a cumplir con la meta que se fijó para este año.

Con respecto al tipo de cambio, los pronósticos se redujeron. En promedio, los analistas esperan que la tasa de cambio termine el año en \$1.903, es decir, estiman

Cuadro A1
Proyecciones para 2008

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores	5,0	5,4	1.769	9,7	2,0	11,0
Anif	5,5	5,0	n.d.	n.d.	1,4	n.d.
Banco de Bogotá	5,5	5,1	1.850	9,5	1,5	10,0
Banco Santander	5,7	4,8	1.995	n.d.	(1,4)	10,1
Bancolombia-Suvalor	5,3	5,1	2.078	9,1	3,2	n.d.
BBVA Colombia	5,0	5,4	1.925	10,1	1,3	9,5
Corficolombiana-Corfivalle	6,0	5,0	1.852	10,0	n.d.	n.d.
Fedesarrollo	5,1	5,2	1.900	10,0	(1,4)	11,0
Promedio	5,4	5,1	1.910	9,7	0,9	10,3
Analistas externos						
Bear Stearns	6,3	5,0	1.750	9,5	(0,5)	9,0
Citi Bank	4,9	5,1	1.850	10,0	(1,4)	10,4
CS First Boston	5,0	4,5	1.810	n.d.	1,4	n.d.
Deutsche Bank	5,4	5,1	2.055	n.d.	1,4	n.d.
Goldman Sachs	4,9	5,3	2.020	n.d.	1,4	n.d.
Promedio	5,3	5,0	1.897	9,8	0,5	9,7

n.d. no disponible.

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

una apreciación de 5,9%, en comparación con el nivel de la tasa de cambio a finales de 2007. La máxima depreciación prevista es 3% (\$2.078) y la mínima de -15,3% (\$1.750), lo cual refleja el alto grado de incertidumbre que tiene el mercado sobre el desarrollo futuro de tal variable.

Para la DTF los analistas corrigieron sus expectativas al alza en 70 pb, muy acorde con sus nuevos pronósticos de inflación, y con esto esperan que termine el año en 9,7%. Ello implicaría que no se proyectan cambios adicionales en la tasa interbancaria (TIB) en lo que resta del año. Para el déficit fiscal consolidado, en promedio prevén que sea del orden de 0,7% del PIB, algo muy afín con la más reciente proyección del Confis para el sector público consolidado. Por último, el pronóstico de la tasa de desempleo para las trece ciudades se redujo 70 pb, para ubicarse en 10%, sugiriendo que en este año se presentaría una leve mejoría en el mercado laboral.

2. PROYECCIONES PARA 2009

Para 2009 prevén, en promedio, un crecimiento de la economía de 4,9% (Cuadro A2) y una inflación de 4,3%. En cuanto al tipo de cambio, esperan, en promedio, una devaluación anual de 5%, frente a sus pronósticos para fin de 2008; de esta manera, los analistas locales opinaron que a finales de 2008 la tasa representativa

del mercado (TRM) se ubicará cerca de \$1.982, y los extranjeros que lo hará en \$2.026. Esto último implicaría que en promedio habría una apreciación acumulada de 0,55% entre 2008 y 2009, comparada con los niveles de fin de 2007.

Cuadro A2
Proyecciones para 2009

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	n.d.	n.d.	n.d.
Anif	5,0	4,1	n.d.
Banco de Bogotá	4,5	4,5	1.900
Banco Santander	5,3	4,5	2.055
Bancolombia-Suvalor	5,0	4,3	2.036
BBVA Colombia	4,6	4,3	2.004
Corficolombiana-Corfivalle	5,5	4,5	1.950
Fedesarrollo	4,7	4,7	1.948
Promedio	4,9	4,4	1.982
Analistas externos			
Bear Stearns	5,5	4,3	1.850
Citi Bank	4,5	4,2	2.000
CS First Boston	4,5	4,5	1.980
Deutsche Bank	5,5	4,4	2.199
Goldman Sachs	4,6	4,0	2.100
Promedio	4,9	4,3	2.026

n.d. no disponible.

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