



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Septiembre de 2008



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Septiembre de 2008*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,
para su reunión del 24 de octubre 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 del 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

Evaluación de la situación inflacionaria y decisiones de política	
I. La inflación y sus determinantes	15
A. Desarrollos recientes de la inflación	15
B. Determinantes de la inflación	20
Recuadro 1: Canales de transmisión de una crisis internacional	33
II. Mercados financieros	35
A. Contexto externo	35
B. Mercados financieros	40
Recuadro 2: La crisis financiera internacional y el sistema financiero en Colombia	48
III. Perspectivas macroeconómicas	51
A. Contexto internacional	51
B. Balanza de pagos	57
C. Crecimiento interno	58
D. Perspectivas de la inflación	61
Recuadro 3: Las remesas de trabajadores	67
Recuadro 4: Participación femenina y su incidencia en el desempleo colombiano	70
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	73

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Inflación anual al consumidor	16
Gráfico 2	Indicadores de inflación básica, variación anual	16
Gráfico 3	IPC de regulados, variación anual	17
Gráfico 4	IPC de transables y no transables, sin alimentos ni regulados, variación anual	18
Gráfico 5	Inflación de no transables, arriendos y resto	18
Gráfico 6	Índice ponderado de difusión de la inflación	19
Gráfico 7	IPC de alimentos, variación anual	19
Gráfico 8	Descomposición de la inflación de alimentos por causas, variación anual	20
Gráfico 9	Crecimiento anual del PIB	20
Gráfico 10	Crecimiento anual del PIB de transables y no transables	23
Gráfico 11	Creación de empleo	25
Gráfico 12	Tasa de ocupación de los jefes de hogar	26
Gráfico 13	Empleo de la industria y el comercio	26
Gráfico 14	Índice de salarios nominales, variación anual	27
Gráfico 15	IPP total y por destino económico, variación anual	28
Gráfico 16	IPP por ramas, variación anual	29
Gráfico 17	Índice de costos a partir de la MCS, variación anual	30
Gráfico 18	Demanda esperada en los próximos doce meses frente a la capacidad instalada	30
Gráfico 19	Crecimiento del PIB observado y del potencial	31
Gráfico 20	Brecha del producto	31
Gráfico 21	Expectativas de inflación derivadas de los TES (tasa fija frente a UVR)	31
Gráfico 22	Encuesta mensual de expectativas de inflación a bancos y comisionistas de bolsa	32
Gráfico 23	Inflación y expectativas de inflación (a tres, seis, nueve y doce meses)	32
Gráfico 24	Diferencial de las tasas <i>T-bill</i> y <i>libor</i> a tres meses en los Estados Unidos	36
Gráfico 25	Índice de aversión al riesgo (VIX) y tesoros de corto plazo en los Estados Unidos	38
Gráfico 26	Tasa de los papeles comerciales y certificados de depósito a tres meses en los Estados Unidos	38
Gráfico 27	Tasa de interés de los bonos soberanos en dólares a seis años	39
Gráfico 28	Índice de acciones MSCI, desde agosto de 2007	39
Gráfico 29	Índice de monedas emergentes frente al dólar, desde agosto de 2007	39
Gráfico 30	<i>Credit default swap</i> (CDS) a cinco años en América Latina	40
Gráfico 31	Tasa de ahorro personal en los Estados Unidos	40
Gráfico 32	Base monetaria por usos	41
Gráfico 33	Agregados monetarios y depósitos	41

Gráfico 34	A. Total de los depósitos y sus principales componentes	42
	B. CDT y bonos con y sin encaje, participaciones	42
Gráfico 35	Composición de los pasivos sujetos a encaje (PSE)	42
Gráfico 36	Cartera bruta con <i>leasing</i> en moneda nacional	43
Gráfico 37	A. Cartera de consumo y percepción alta del crédito	44
	B. Cartera de consumo y percepción del crédito dentro de seis meses	44
Gráfico 38	Crédito del sistema financiero y endeudamiento externo del sector privado	44
Gráfico 39	Tasa de interés de subasta y de expansión del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB), 2006-2008	45
Gráfico 40	Tasas de interés de CDT, DTF y ahorro	45
Gráfico 41	Tasas de interés según tipo de cartera	46
Gráfico 42	Tasa de interés de la cartera de consumo para los hogares	47
Gráfico 43	A. Índice general de la Bolsa de Valores de Colombia	47
	B. Tasas de interés nominales de los TES, mercado secundario	47
Gráfico 44	Índice de producción manufacturera en los Estados Unidos y en Europa	52
Gráfico 45	Índice de confianza del consumidor de los Estados Unidos	52
Gráfico 46	Desbalances macroeconómicos en los Estados Unidos	53
Gráfico 47	Índice de precios del total de <i>commodities</i> , sin petróleo (WCF)	55
Gráfico 48	Inflación anual al consumidor en los Estados Unidos y en la zona del euro	56
Gráfico 49	Índice de producción manufacturera real, variación anual	59
Gráfico 50	Consumo de los hogares y encuesta de consumo de Fedesarrollo	59
Gráfico 51	Importaciones de bienes de consumo en dólares	59
Gráfico 52	Pronósticos de crecimiento del PIB para 2008	61
Gráfico 53	<i>Fan Chart</i> de la inflación total	64
Gráfico 54	<i>Fan Chart</i> de la inflación sin alimentos	64

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Descomposición de la inflación anual según presiones alcistas, a septiembre de 2008	17
Cuadro 2	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	22
Cuadro 3	Crecimiento real anual del PIB sectorial	24
Cuadro 4	Indicadores del mercado laboral	25
Cuadro 5	Indicadores de seguridad social en el total nacional	27
Cuadro 6	Porcentaje de beneficiarios por nivel de incremento salarial pactado	28
Cuadro 7	Descomposición de la aceleración mensual del IPP industrial, según procedencia y clasificación CIU	29
Cuadro 8	Tasas de interés promedio mensual	45
Cuadro 9	Evolución de los pronósticos de crecimiento real de nuestros socios comerciales	54
Cuadro 10	Precios internacionales	56
Cuadro 11	Tasas de referencia de los bancos centrales	57
Cuadro 12	Crecimiento del PIB por tipo de gasto	60

EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA

Durante lo corrido del presente año la variación anual de los precios al consumidor se ha situado por encima del rango meta de inflación establecido para 2008 (entre 3,5% y 4,5%). Gran parte de este fenómeno puede ser atribuido a diversos choques de oferta que afectaron la economía, tales como agudas alteraciones climáticas y del régimen de lluvias, junto con el fuerte aumento de los precios internacionales del petróleo y de otras materias primas de origen agrícola. Sin embargo, y a pesar de la significativa caída en el ritmo de crecimiento de la demanda interna (más notoria a partir del segundo trimestre del año), el promedio de los diferentes indicadores de inflación básica no ha dado señales claras de ceder. Este comportamiento podría estar originado en una inercia inflacionaria más marcada a raíz del choque internacional de precios.

En septiembre la inflación anual se ubicó en 7,57%, contrayéndose ligeramente en comparación con el máximo nivel del año observado en agosto (7,87%). Este descenso se originó en la reducción de la inflación de alimentos, la cual pasó de una tasa anual de 14,2% en agosto a 12,8% en septiembre.

Con respecto al índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos, su variación anual ha presentado un aumento lento, pero continuo, a lo largo del año, y registró a septiembre de 2008 una tasa anual de 5,2%. Un comportamiento similar, aunque de mayor magnitud, se ha observado en la inflación de regulados, la cual alcanzó un incremento de 10,5% en el tercer trimestre. En el mismo período la inflación de transables y no transables sin alimentos ni regulados se situó en 2,2% y 5,1%, respectivamente. En cuanto al promedio de los tres indicadores de inflación básica publicados por el Banco, éste volvió a incrementarse en septiembre de 2008 a 5,9%, cuando un trimestre atrás lo hacía a un ritmo de 5,6%.

Los anteriores resultados han contribuido a que las expectativas de inflación para doce meses hacia adelante se sitúen por encima del límite superior del rango meta de inflación de 2008. En efecto, tanto las expectativas de inflación generadas a partir de las tasas de interés de los TES y las dos encuestas que realiza el Banco, ubican la inflación en octubre de 2009 en un nivel superior a 5,3%. En esta última

cifra también se encuentran las expectativas de inflación a un plazo más largo (cinco años) según los papeles de deuda pública.

Por el lado de los costos de producción de las empresas, éstos han continuado incrementándose durante el tercer trimestre del año. En primer lugar, el índice de precios al productor (IPP) volvió a aumentar y se ubicó en 9,8% en septiembre. Según la procedencia de los bienes, se registraron presiones alcistas tanto en el componente producido y consumido como en el importado. Por ramas de actividad económica, el aumento del IPP se explica, en mayor medida, por la aceleración del IPP industrial (7,2%). En segundo lugar, los indicadores disponibles de salarios exhiben una estabilidad de sus ritmos de ajuste, aunque a tasas superiores a la meta de inflación del presente año. De acuerdo con las cifras de agosto, los salarios nominales de la industria y el comercio aumentaron alrededor de 6%, mientras que la construcción en septiembre esta variación era cercana al 7%.

Como se mencionó en el informe anterior, el menor ritmo de la actividad de la economía colombiana en 2008 es el resultado de diversos factores de oferta y demanda, los cuales son difíciles de cuantificar. Los más relevantes han sido: la elevada base de comparación que representó el crecimiento del PIB de 2007, que posiblemente no era sostenible en el largo plazo; las restricciones del comercio con Venezuela; la política monetaria activa por parte del Banco de la República, y el rezago en la ejecución de la inversión pública por parte de las administraciones locales debido al cambio de alcaldes y gobernadores. Adicionalmente, el aumento en los precios de los alimentos y los combustibles ha reducido el poder de compra de los agentes, y ha incrementado los costos de producción de las empresas, afectando, por consiguiente, el crecimiento económico.

Así las cosas, las tasas de aumento anual del PIB para el primero y el segundo trimestres de 2008 (4,5% y 3,7%, respectivamente) siguen evidenciando una desaceleración importante frente al alto promedio de crecimiento registrado en los dos años anteriores (7,3%).

La caída de la demanda interna fue el factor que más contribuyó a la disminución del crecimiento económico entre el primero y el segundo trimestres. La desaceleración en el consumo de los hogares (de 3,4% a 3,1%), como la disminución en la inversión en obras civiles (de -14,6% a -13,8%), explican la mayor parte de este resultado. La inversión sin obras civiles fue el componente más dinámico de la demanda interna (17%). Por su parte, las exportaciones e importaciones reales en pesos se desaceleraron, pero mantuvieron un ritmo de expansión considerable en el segundo trimestre, cercano al 10%.

En el panorama externo la situación macroeconómica internacional continuó debilitándose más de lo previsto, especialmente desde mediados de septiembre, cuando se presentó la quiebra de Lehman Brothers. De esta forma, las principales preocupaciones siguieron centradas en la crisis financiera y en la recesión ya observada en los Estados Unidos, en su contagio hacia el resto de las economías más prósperas del mundo, en el aumento de las restricciones internacionales al crédito y en su efecto

negativo sobre la actividad económica mundial. Hasta el momento los planes de salvamento adoptados por las autoridades económicas de los Estados Unidos y Europa, que buscan recapitalizar las principales entidades financieras internacionales con recursos públicos y otorgar liquidez al sistema, han tenido resultados parciales, pues no han logrado restablecer plenamente los canales crediticios ni disminuir los costos de endeudamiento.

Las malas perspectivas de crecimiento mundial, acentuadas desde finales del tercer trimestre, también generaron un descenso en el precio internacional del petróleo y de otros bienes básicos, productos que habían registrado una fase significativa de ascenso en sus cotizaciones hasta mediados de julio. Por su parte, el mercado mundial de valores registró caídas pronunciadas en sus precios, y las monedas de los países en desarrollo reflejaron una fuerte pérdida de valor frente al dólar, situaciones a las que Colombia no fue ajena. De esta forma, los menores términos de intercambio, el mayor debilitamiento de la economía mundial, las restricciones al crédito internacional y el mayor costo de financiación externa son factores que pueden tener un impacto significativo sobre la actividad económica de los países emergentes, entre ellos Colombia.

Con el panorama macroeconómico descrito, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR), en su cesión del 25 de julio, decidió incrementar la tasa de interés de referencia de 9,75% a 10%, pero en los meses de agosto, septiembre y octubre consideró prudente no modificar el nivel de la tasa de interés. Sin embargo, en el comunicado de la sesión más reciente advirtió que “se espera que la debilidad de la demanda y la reciente reducción en los precios internacionales de los principales productos básicos se conviertan en menores presiones inflacionarias en el futuro. En la medida en que la presiones inflacionarias de mediano plazo sigan cayendo es apropiado pensar en un movimiento hacia una postura monetaria menos restrictiva”.

Adicionalmente, dada la turbulencia internacional, la Junta consideró apropiado eliminar el depósito al endeudamiento externo, lo cual empezó a regir a partir del 9 de octubre. Así mismo, en la reunión del 24 de octubre la JDBR decidió tomar las siguientes medidas de suministro de liquidez con el fin de facilitar el buen funcionamiento de los mercados monetario y de crédito:

- Reducir el encaje bancario de las cuentas corrientes y de ahorro de 11,5% a 11%, y de los depósitos a término a plazos menores a 18 meses de 6% a 4,5%. Esto tendrá efectos a partir de la bisemana de cálculo requerido de encaje que se inicia el 19 noviembre. Se estima que con esta medida se liberarán recursos cercanos a \$1 billón hacia el mes de diciembre.
- Ampliar de dos a tres semanas el cómputo del encaje para el cierre del año.
- Otorgar liquidez transitoria con operaciones repo de plazos de 14 y 30 días, cuyos montos serán anunciados oportunamente.

- Comprar TES de manera definitiva por un monto de \$500 mil millones, a los cuales se adicionará el equivalente en pesos de la venta de divisas realizadas con el sistema de opciones de volatilidad.
- A partir del siguiente lunes cerrar temporalmente las subastas de contracción mediante depósitos remunerados no constitutivos de encaje y mantener abierta la ventanilla lombarda de contracción.

La Junta seguirá haciendo un cuidadoso seguimiento de la situación internacional, del comportamiento y proyecciones de la inflación y del crecimiento, con lo cual reitera que la política monetaria 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

Daniel Parra

Édgar Caicedo

José David Pulido

José Vicente Romero

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. LA INFLACIÓN Y SUS DETERMINANTES

La inflación en el tercer trimestre superó los pronósticos del Banco de la República. Las presiones continuaron proviniendo de los precios de los alimentos y de los regulados.

Las presiones inflacionarias de demanda habrían cedido, como lo sugiere la reducción de la utilización de capacidad instalada, pero factores como aumentos de costos de materias primas y mayores expectativas habrían afectado los precios.

Durante el segundo trimestre el crecimiento fue menor que lo previsto, lo que se explica por la presencia de choques negativos externos, tanto de oferta como de demanda.

El ritmo de crecimiento del empleo se desaceleró en los últimos meses.

A. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

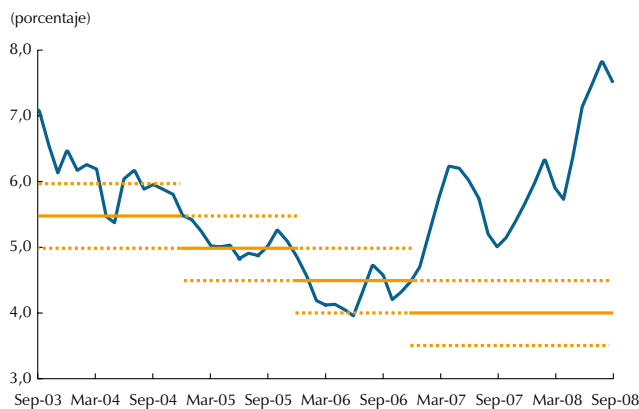
1. Inflación básica

Entre julio y agosto la inflación al consumidor continuó aumentando, en línea con lo previsto en el *Informe sobre Inflación* anterior. Durante este período la inflación colombiana continuó sometida a presiones que provienen de los precios de los alimentos y de los regulados, en alguna medida conectados con los altos precios internacionales. En septiembre la tendencia ascendente, presentada desde abril de este año, se interrumpió por primera vez. La caída de la inflación al cierre del tercer trimestre, aunque se había anticipado, resultó mayor que la pronosticada por el mercado.

Así, en septiembre de 2008 la inflación anual al consumidor se situó en 7,6%, 39 puntos básicos (pb) por encima del registro de junio, pero 30 pb menor que la cifra observada en agosto (Gráfico 1). El dato de agosto (7,9%) marcó el punto más alto de la inflación en lo que va corrido del año y desde octubre de 2001.

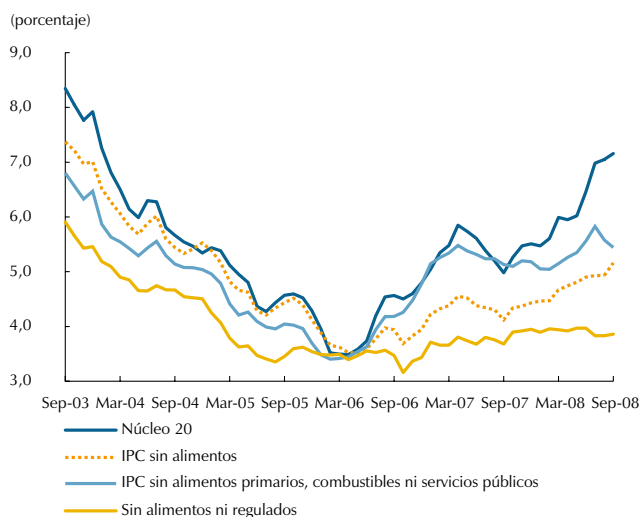
La inflación anual al consumidor fue de 7,6% en septiembre.

Gráfico 1
Inflación anual al consumidor



Fuentes: DANE y Banco de la República.

Gráfico 2
Indicadores de inflación básica, variación anual



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por su parte, en los últimos tres meses los diferentes indicadores de inflación básica tendieron a aumentar o a mantenerse en los niveles observados en junio. Con excepción de la inflación sin alimentos ni regulados, que desde hace varios trimestres exhibe gran estabilidad alrededor del 4%, los demás índices se han mantenido por encima del techo del rango meta para 2008 (entre 3,5% y 4,5%). En particular, la inflación anual sin alimentos fue de 5,2% en septiembre, frente a 4,9% en junio (Gráfico 2). Este indicador ha aumentado lentamente desde mediados del año pasado, impulsado por los precios de los combustibles, el transporte público y los servicios públicos, principalmente.

En general, la inflación básica en Colombia ha seguido sometida a presiones provenientes de los mayores precios externos de las materias primas, los cuales se estarían traduciendo en mayores costos de producción. Si bien el dinamismo de la demanda agregada ha languidecido, mostrando un desempeño menor que el previsto en informes anteriores, esto no ha conllevado una reducción en el ritmo de ajuste de los precios en conjunto, quizá porque han primado los factores alcistas mencionados, a lo que se ha sumado a la reactivación de varios mecanismos de indexación.

El índice de precios al consumidor (IPC) de regulados, que reúne los precios de los servicios públicos, junto con los del transporte público y los combustibles, ofrece el ejemplo más evidente de ajustes en precios como resultado de la activación de los mecanismos de indexación y de aumentos en los costos. La inflación de esta subcanasta se ha incrementado de manera constante desde finales del año pasado, habiéndose acelerado

fuertemente durante el tercer trimestre más de lo previsto en los informes anteriores. En septiembre el registro anual fue de 10,5%, cuando la inflación de regulados explicaba cerca del 30% del aumento de la inflación al consumidor en lo corrido del año y la totalidad del aumento de la inflación sin alimentos (Cuadro 1 y Gráfico 3).

En el caso de los servicios públicos específicamente, tanto la energía como el gas cerraron el tercer trimestre con incrementos anuales de tarifas superiores al 16%; adicionalmente, las tarifas del acueducto presentaron ajustes anuales de alrededor del 10%. En buena parte, las alzas en los servicios públicos están relacionadas con la aceleración de la inflación al consumidor en lo corrido del año. Este hecho activó los mecanismos de indexación contemplados en las fórmulas de regulación de las tarifas de algunos servicios. Por esta razón y debido al aumento en los costos, durante 2008 se han presentado dos fuertes ajustes (en marzo-abril y agosto-septiembre) en estos

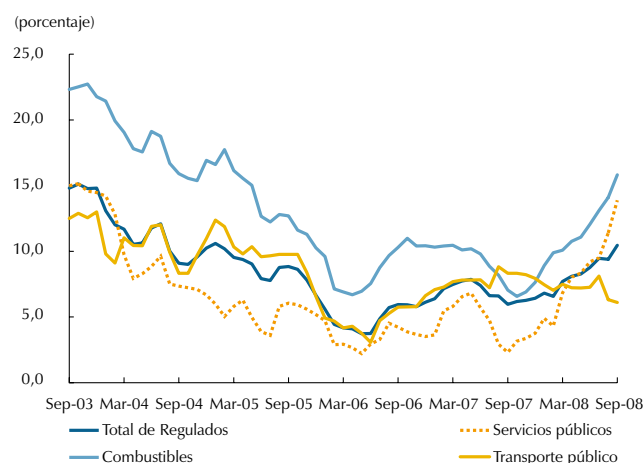
Cuadro 1
Descomposición de la inflación anual según presiones alcistas, a septiembre de 2008
(porcentaje)

Descripción	Ponderación	Crecimiento anual					Participación en la aceleración año, corrido
		Dic-07	Mar-08	Jun-08	Ago-08	Sep-08	
Total	100,00	5,69	5,93	7,18	7,87	7,57	100,00
Sin alimentos	70,49	4,43	4,67	4,90	4,93	5,16	24,78
Transables	24,67	2,28	2,36	2,18	2,25	2,16	(2,25)
No transables	36,77	5,19	5,09	5,27	4,98	5,08	(2,08)
Regulados	9,04	6,42	7,71	8,76	9,40	10,46	29,12
Alimentos	29,51	8,51	8,61	11,98	14,18	12,77	75,22
Hortalizas, frutas, tubérculos y leche	7,15	6,66	6,59	22,22	28,22	23,72	76,56
Cereales, aceites y otros	5,35	9,12	11,13	15,71	18,22	16,54	23,73
Comidas fuera del hogar y otros	9,52	7,65	6,77	7,01	7,11	7,07	(2,28)
Carne de res y sustitutos	7,48	11,12	11,36	3,65	4,66	5,18	(22,80)

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

precios, a diferencia de lo acontecido en años anteriores cuando sólo se presentó uno. Los fuertes aumentos en el precio del petróleo hasta mediados de año también han impulsado con algún rezago los precios del gas.

Gráfico 3
IPC de regulados,
variación anual

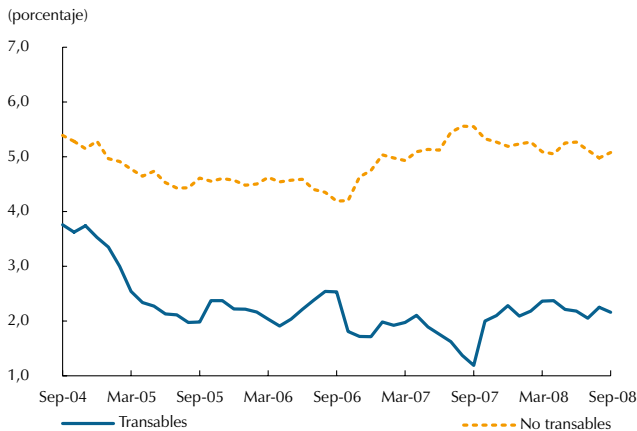


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por otro lado, las alzas en los precios internacionales de los combustibles de la primera mitad del año continuaron impactando los precios de la gasolina y del transporte público en Colombia durante el tercer trimestre. En septiembre la inflación anual de estos rubros superaba ampliamente las metas de inflación para 2008 (Gráfico 3). Las reducciones que se presentaron en los precios externos en los últimos meses no se transmitieron a los precios internos, en parte porque coincidieron con la depreciación del peso. Dados los precios internacionales de septiembre y el nivel del tipo de cambio a esa fecha, el precio interno de la gasolina todavía gozaba de un nivel de subsidio importante, según las fórmulas de regulación del Gobierno.

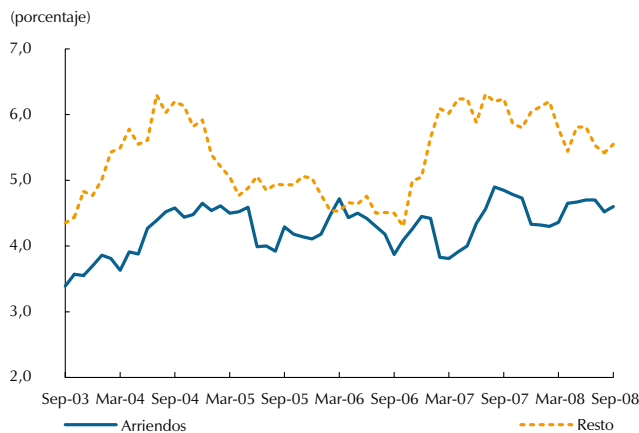
Los otros dos grandes componentes del IPC sin alimentos —los transables y no transables, excluyendo regulados— no presionaron al alza la inflación en los últimos tres meses, como tampoco lo han hecho en lo corrido del año. La inflación anual para estas dos subcanastas se ha mantenido estable, alrededor de los niveles observados en el primer semestre del año: 2,2% para transables y 5,0% para no transables (Gráfico 4). Sin embargo, dada la debilidad de la demanda, era de esperarse alguna reducción, por lo menos en el caso de la inflación de los no transables, mas si se tiene en cuenta que su nivel está por encima de la meta.

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



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 5
Inflación de no transables, arriendos y resto



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

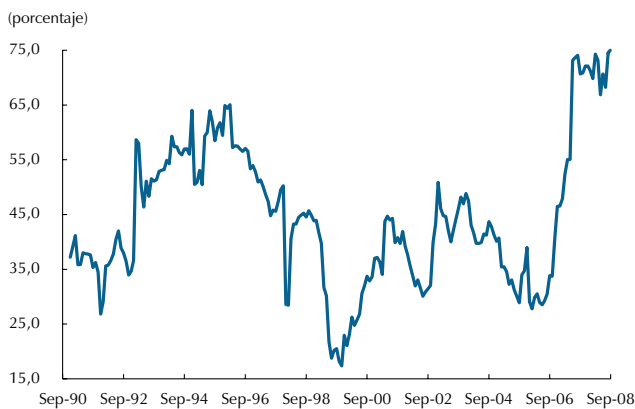
Dentro de los no transables sin alimentos ni regulados, los arriendos, que representan el porcentaje mayor de la subcanasta (33%), siguen registrando una inflación muy estable (cerca del 4,5%). El resto de la subcanasta exhibió una inflación ligeramente descendente en el trimestre, pero con ajustes altos en relación con la meta del Banco (Gráfico 5). Las únicas presiones claramente bajistas a lo largo del año, incluyendo los últimos tres meses, se han presentado en los precios de los bienes y servicios asociados con la diversión, cultura y esparcimiento.

Con respecto a la inflación de transables sin alimentos ni regulados, la gran estabilidad que muestra desde hace varios trimestres contrasta con los grandes movimientos del tipo de cambio en el transcurso del año (Gráfico 4). La apreciación de la primera mitad del año no se tradujo en una reducción del indicador, lo que en su momento se atribuyó al aumento de los precios y costos externos y de transporte. Sin embargo, la depreciación registrada a partir de junio tampoco ha conducido a una aceleración de la inflación, lo cual puede obedecer a la existencia de un rezago normal de más de un trimestre entre tipo de cambio y precios internos. Aún así, hay indicios apoyados en trabajos econométricos¹ que sugieren una disminución de la transmisión o *pass-through* del tipo de cambio en Colombia y otros países, a lo cual habría que añadir la mayor debilidad de la demanda interna frente a lo observado en años anteriores.

Un aspecto que conviene resaltar sobre la dinámica reciente de la inflación en Colombia corresponde al grado en que se han generalizado las alzas de precios por encima de las metas de inflación para 2008. Un indicador de difusión estimado por el Banco, que mide el porcentaje de la canasta del IPC, y que se ajusta por encima del punto medio del rango meta (4,5%), muestra cómo hubo un incremento sustancial en este porcentaje en los últimos doce meses, al punto que su nivel actual es el más alto de las dos últimas décadas (Gráfico 6). Esto sugiere que las presiones sobre precios se han ido extendiendo a un gran número de bienes y servicios, pese

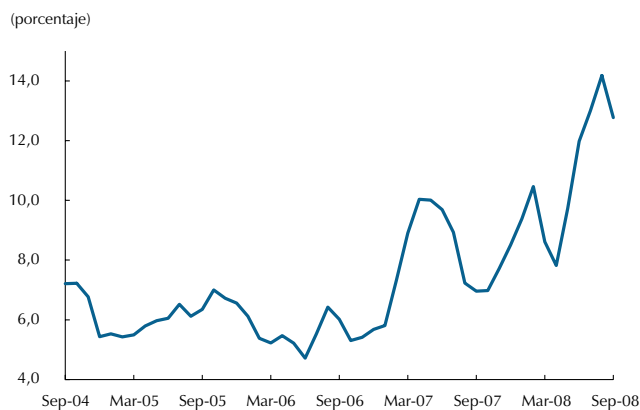
1 González A.; Rincón H.; Rodríguez, N. "La transmisión de los choques a la tasa de cambio sobre la inflación de los bienes importados en presencia de asimetrías", Borradores de Economía, núm. 532, Banco de la República de Colombia, 2008. Rincón H.; Caicedo E.; Rodríguez, N. "Efectos del *pass-through* de la tasa de cambio: un análisis desagregado de las importaciones colombianas", Borradores de Economía, núm. 330, Banco de la República de Colombia, 2005. Rosas, E. *El pass-through del tipo de cambio en Colombia: un análisis sectorial*, Tesis de Maestría, Facultad de Economía, Universidad de los Andes, Colombia, 2004.

Gráfico 6
Índice ponderado de difusión de la inflación



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 7
IPC de alimentos,
variación anual



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

a que los ajustes más altos han estado relacionados con los precios externos de las materias primas.

2. La inflación de alimentos

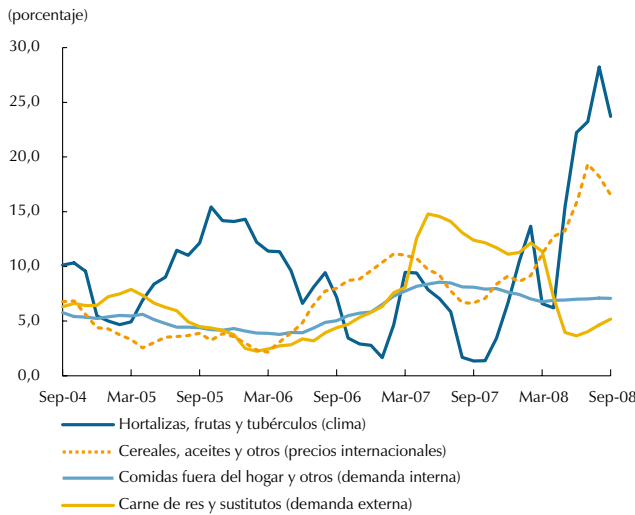
Durante el tercer trimestre, y de acuerdo con lo previsto, la inflación de alimentos continuó aumentando, aunque a un ritmo menor que el observado en la primera mitad del año. En septiembre, en particular, se produjo una reducción de la inflación anual del grupo, la primera desde el mes de abril, con lo que ésta se situó en 12,8% (Gráfico 7). Tanto en el tercer trimestre como en lo corrido del año los alimentos han explicado el grueso de la aceleración de la inflación del consumidor en 2008 (Cuadro 1).

Como se mencionó en informes anteriores, desde comienzos de 2007 los precios de los alimentos han aumentado sustancialmente, no sólo a nivel local sino a escala mundial. De hecho, el año pasado el incumplimiento de la inflación objetivo en muchos países fue el resultado básicamente de los incrementos en la inflación de alimentos. Dicho fenómeno ha estado asociado con el incremento de los precios del petróleo y de sus sustitutos, dentro de los que sobresalen los biocombustibles, los cuales compiten con la producción de alimentos. El aumento en el precio del petróleo también conllevó fuertes incrementos en los costos del transporte y de otros muy importantes en la producción agropecuaria mundial y del país.

Desde al año pasado en Colombia las alzas en precios y costos externos se han transmitido a la inflación interna; sin embargo, durante el primer semestre este fenómeno se acentuó. Los precios más sensibles a estos aumentos han sido los de los alimentos importados, tales como cereales y aceites. Además de presentar niveles históricamente altos a finales de 2007, este segmento del IPC (aceites, cereales y otros) registró ajustes fuertes durante el primer semestre del año, que situaron su inflación anual alrededor del 16% (Cuadro 1). Durante el tercer trimestre los ajustes continuaron observándose, aunque a un menor ritmo que en los trimestres anteriores, lo cual habría obedecido a la reducción en precios externos que compensó la depreciación del peso frente al dólar.

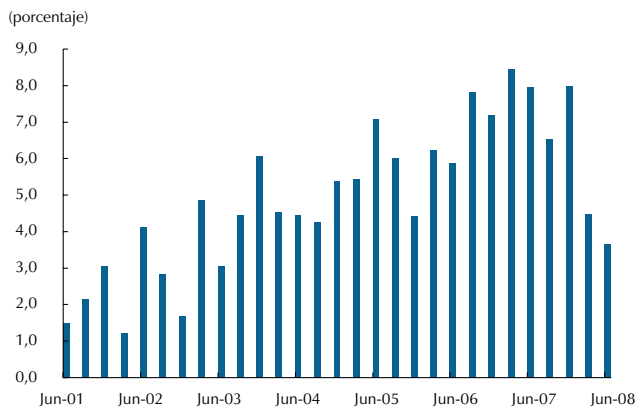
Los mayores costos de producción por cuenta del aumento de los costos del transporte y de los agroquímicos, entre otros, también han repercutido en los precios de otros alimentos, no necesariamente importados. Es el caso de los alimentos perecederos, cuyos precios relativos han presentado una tendencia ascendente desde

Gráfico 8
Descomposición de la inflación de alimentos por causas, variación anual



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 9
Crecimiento anual del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

hace varios trimestres. Adicionalmente, a lo largo del año estos han estado afectados por factores internos relacionados, como el ciclo de la oferta agrícola² y el impacto que en ella han podido tener diferentes eventos climáticos, además del paro de transporte de carga.

Todo lo anterior explica el gran aumento que se observó en la inflación anual del grupo de hortalizas, frutas, tubérculos y leche en la primera mitad del año, el cual se prolongó hasta el mes de agosto (Cuadro 1). En septiembre, sin embargo, se presentó una considerable reducción de precios. En el caso de las hortalizas, según información suministrada por el gremio, la oferta estaría creciendo por debajo de la demanda desde hace algún tiempo, lo que también explica los aumentos de la inflación de la subcanasta por encima de las metas del Banco (Gráfico 8).

Finalmente, dentro de los alimentos se destaca un comportamiento favorable en lo corrido de 2008 y en el tercer trimestre, sobre todo en el caso de los precios de las carnes y sus sustitutos, lo cual contrasta con los fuertes aumentos reportados en 2007. Una oferta más favorable junto con una demanda menos dinámica, tanto en Colombia como en Venezuela, pueden haber contribuido a esta situación.

B. DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

1. Demanda agregada en el segundo trimestre

Durante el segundo trimestre la economía colombiana continuó desacelerándose a un ritmo mayor que el previsto. Las cifras de crecimiento reportadas por el DANE

para este período (dadas a conocer a finales de septiembre) mostraron una variación anual de 3,7%. Para la primera mitad del año el crecimiento ascendió a 4,1% y para el primer trimestre la cifra fue revisada de 4,1% a 4,5% (Gráfico 9).

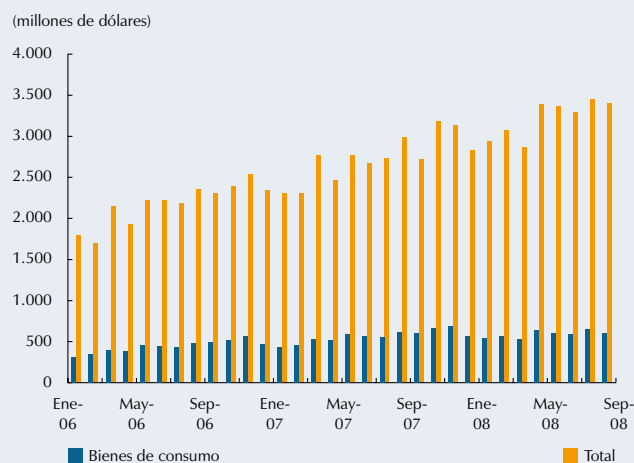
2 El área sembrada de papa cayó fuertemente durante el primer semestre, como respuesta a un período extenso de precios relativos muy bajos. Para el tercer trimestre los precios se redujeron gracias a una recuperación importante de la oferta.

IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES EN DÓLARES

Importaciones

Para el conjunto de las importaciones, las cifras más recientes del DANE no muestran cambios importantes en las tendencias de crecimiento. En los últimos cinco meses, con datos hasta agosto, las importaciones (CIF) de Colombia en dólares mantuvieron un ritmo de crecimiento anual promedio de 24%, que resulta un poco superior a lo observado en el primer trimestre del año (20%), pero similar al del cuarto trimestre de 2007 (26%) (Gráfico A). En toneladas, tampoco se aprecian cambios en las tendencias recientes, aunque las tasas de crecimiento son menores: 5% anual para el período en mención, en promedio.

Gráfico A
Importaciones de bienes



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

No obstante, las importaciones de bienes de consumo se han desacelerado significativamente en los últimos cinco meses, tanto en valores como en cantidades. Así, el crecimiento promedio anual en dólares entre abril y agosto fue de 9%, lo que contrasta con un aumento anual de 16% en los primeros tres meses del año y de 23% para finales de 2007 (Gráfico A). Los principales subsectores que se desaceleraron fueron los de bienes durables y, en especial, los vehículos de transporte particular.

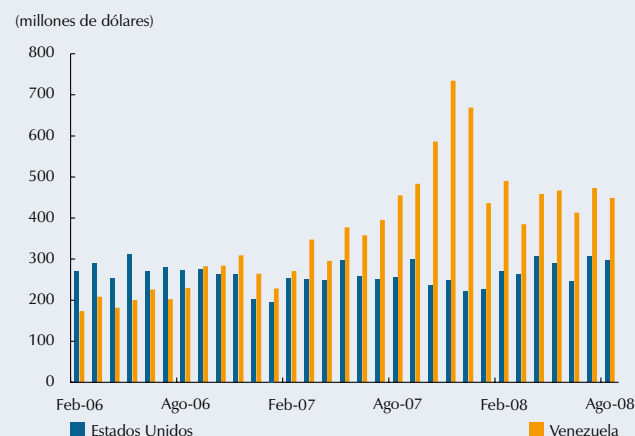
Las importaciones de bienes de capital en dólares también presentan una tendencia hacia la desaceleración, aunque no tan marcada como la de los bienes de consumo. Por el contrario, las importaciones en valores de materias primas se aceleraron en los últimos cinco meses de manera significativa, pero esto obedece en parte al aumento de sus precios internacionales. En dólares las importaciones de bienes de capital crecieron a una tasa anual promedio de 20% para el período en estudio, en tanto que las de materias primas lo hicieron a una tasa de 35%.

Exportaciones

Las exportaciones totales (sin oro) en dólares tampoco mostraron cambios significativos en sus tendencias en los últimos cinco meses frente a lo observado a comienzos de año y a finales de 2007: el crecimiento anual promedio en el período entre abril y agosto fue de 38%, cifra muy alta desde una perspectiva histórica. Este desempeño, sin embargo, encierra dos tendencias encontradas: por un lado, una aceleración de las exportaciones tradicionales y, por otro, una desaceleración de las no tradicionales.

El mayor crecimiento de las exportaciones tradicionales en dólares (60% anual en abril-agosto) fue posible gracias al excelente comportamiento de las ventas de la minería, en especial las de petróleo, las cuales han crecido en el período de estudio a una tasa anual de 117%, impulsadas por el buen comportamiento del precio internacional. Por destino, la mayor desaceleración se observó en las dirigidas a Venezuela, que pasaron de crecer 132% anual en el cuarto trimestre de 2007 a 20% en el período abril-agosto. Aunque las ventas hacia este país aún presentan niveles altos (cerca de los US\$450 millones mensuales) han mostrado cierto estancamiento en lo corrido del año, y son menores que los registrado a finales de 2007. Este comportamiento, de continuar, podría generar tasas de crecimiento negativas hacia finales de 2008. Con las cifras más recientes, las exportaciones no tradicionales hacia los Estados Unidos mostraban una aceleración, en los meses en mención su crecimiento anual fue de 11%, frente a -3% del último trimestre de 2007 y 8% en el primero de este año (Gráfico B).

Gráfico B
Exportaciones no tradicionales hacia los Estados Unidos y Venezuela



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

El PIB colombiano creció 3,7% durante el segundo trimestre, por debajo de lo previsto.

Los aumentos en las tasas de interés y las otras decisiones de política monetaria adoptadas desde mediados de 2006 explican parte del menor crecimiento económico en Colombia este año, y en este mismo sentido estaban contemplados en los pronósticos del Banco. Sin embargo, durante el segundo trimestre otros factores ajenos a dicha política continuaron teniendo un efecto negativo sobre el ritmo de expansión. Entre ellos se destacan un mayor cierre del comercio hacia Venezuela, la contracción de las obras civiles, la caída del ingreso real de los hogares por el aumento en la inflación y el aumento en los costos de transporte y de producción, en general, como resultado de los altos precios de los combustibles y de otras materias primas.

La disminución del crecimiento económico entre el primero y segundo trimestres se concentró en la demanda interna. La formación bruta de capital (FBC), junto con el consumo del Gobierno fueron los rubros que mayor desaceleración experimentaron. El consumo de los hogares mantuvo un crecimiento similar al del primer trimestre, aunque bajo y menor que el anticipado (Cuadro 2).

Cuadro 2
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto
(porcentaje)

	2006	2007		2008	
		Total	IV trim.	I trim.	II trim.
Consumo final	6,0	6,5	6,0	3,3	2,8
Hogares	6,5	6,7	6,0	3,4	3,1
Gobierno	4,2	5,9	6,0	3,1	1,7
Formación bruta de capital	19,2	20,6	18,9	13,1	8,4
Demanda final interna	8,7	9,7	9,0	5,7	4,2
Exportaciones totales	7,5	11,9	21,8	14,1	11,6
Importaciones totales	16,2	19,0	20,9	15,4	10,5
PIB	6,8	7,7	8,0	4,5	3,7

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Dentro de la FBC, la de obras civiles, en buena parte relacionada con proyectos de inversión pública, se contrajo en el segundo trimestre 13,7%, un ritmo similar al observado un trimestre atrás. Como se mencionó en el informe anterior, la disminución en este tipo de gasto guarda relación con el cambio en las administraciones locales efectuado a comienzos de año. Como sucedió hace cuatro años, en su primer año de gobierno las autoridades locales y regionales se encuentran preparando sus planes de desarrollo, lo que frena temporalmente la ejecución del gasto, especialmente en inversión.

El grueso de la FBC fijo restante (excluyendo la acumulación de inventarios), en gran medida asociada con decisiones del sector privado, mantuvo un ritmo de

Factores ajenos a la política monetaria continuaron afectando el crecimiento.

El aumento en el precio de los alimentos habría golpeado el ingreso disponible de los hogares.

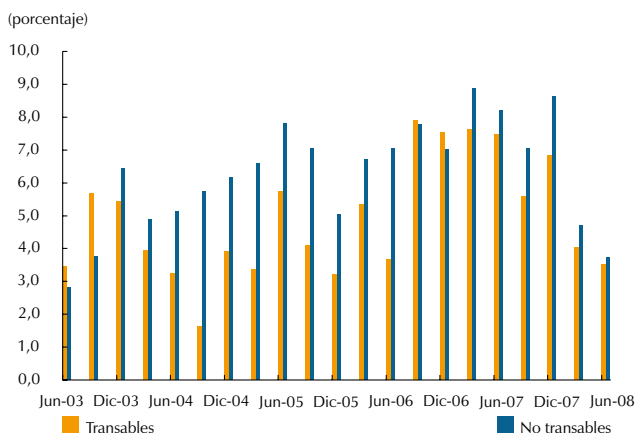
crecimiento alto y superior al de la demanda interna. Componentes como el de maquinaria y equipo crecieron a tasas superiores al 20% anual, similar a lo observado en trimestres anteriores. Algo parecido sucedió con la inversión en edificaciones. Por su lado, la inversión en material de transporte fue el único segmento que mostró un retroceso (-6,4% anual). Adicionalmente, la acumulación de inventarios se desaceleró fuertemente, aunque su crecimiento siguió por encima del 10%.

El consumo del Gobierno, por su parte, creció tan sólo 1,7% en el segundo trimestre, después de haberlo hecho a una tasa anual de 3,1% en el primer trimestre. El consumo de los hogares aumentó 3,1%, una tasa similar a la presentada un trimestre atrás, pero mucho menor que lo observado en la segunda mitad de 2007 y por debajo de lo proyectado por el Banco. El menor dinamismo del consumo privado en 2008 es el resultado del estancamiento del gasto en bienes durables —automóviles principalmente—, y esto seguramente se encuentra relacionado con los ajustes en la política monetaria desde mediados de 2006, pero también con otros fenómenos como el golpe al ingreso disponible a raíz del aumento en los precios de los alimentos, de la energía y del transporte. El consumo en bienes durables había crecido a tasas de dos dígitos durante los años anteriores.

Con respecto a las exportaciones reales en pesos, durante el segundo trimestre del año presentaron un menor dinamismo que en el primero, pero mantuvieron un ritmo de expansión importante y superior al 11%. Los subsectores que más se desaceleraron fueron los de minerales metálicos, textiles y muebles. En el segundo trimestre también se reportó una fuerte caída en las exportaciones de equipo de transporte (de 50% aproximadamente). Buena parte del bajo crecimiento puede ser atribuido a una menor demanda proveniente de Venezuela.

Por su parte, las importaciones en pesos (que se restan al producto interno bruto, PIB) crecieron en el segundo trimestre 10,5% anual, 5,2 puntos porcentuales (pp) menos que lo registrado un trimestre atrás. Los sectores de textiles, equipo de transporte, y servicios relacionados con la hotelería, correos y telecomunicaciones fueron los que se desaceleraron en mayor medida.

Gráfico 10
Crecimiento anual del PIB de transables y no transables



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Desde el punto de vista de la oferta, el debilitamiento del PIB continuó siendo generalizado y abarcó tanto a sectores transables como no transables (Gráfico 10). Los primeros aumentaron un 3,5% anual, cifra inferior en 0,5 pp a la observada un trimestre atrás. Los sectores transables que menor dinámica presentaron fueron la industria manufacturera y los servicios de transporte marítimo y fluvial, principalmente (Cuadro 3). El PIB de no transables tuvo una variación anual de 3,7%, inferior en 1 pp a la registrada en el primer trimestre del año. Los sectores de servicios sociales, comunales y personales, junto con los impuestos indirectos y los

El ritmo de creación de empleo se moderó.

servicios de hotelería fueron los de peor desempeño en el segundo trimestre (Cuadro 3).

Cuadro 3
Crecimiento real anual del PIB sectorial
(porcentaje)

	2006	2007		2008	
		Total	IV trim.	I trim.	II trim.
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,7	3,4	3,9	3,8	3,6
Explotación de minas y canteras	3,2	2,7	5,4	4,8	7,6
Electricidad, gas y agua	6,7	9,5	8,0	2,1	1,1
Industria manufacturera	3,1	3,3	3,0	0,6	1,7
Construcción	13,5	13,9	19,6	0,8	0,3
Edificaciones	11,8	1,2	5,6	25,4	25,7
Obras civiles	14,8	23,4	30,0	(14,6)	(13,7)
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	8,3	9,9	8,6	3,2	3,6
Transporte, almacenamiento y comunicación	9,2	10,1	11,7	7,2	4,7
Estab. finan., segur., inmueb. y servicios a las empresas	6,7	6,7	7,2	7,0	5,3
Servicios sociales, comunales y personales	4,7	3,9	4,4	3,9	2,7
Subtotal valor agregado	6,4	7,1	7,5	4,1	3,4
Impuestos menos subsidios	11,6	15,0	13,6	8,5	6,8
PIB	6,8	7,7	8,0	4,5	3,7

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

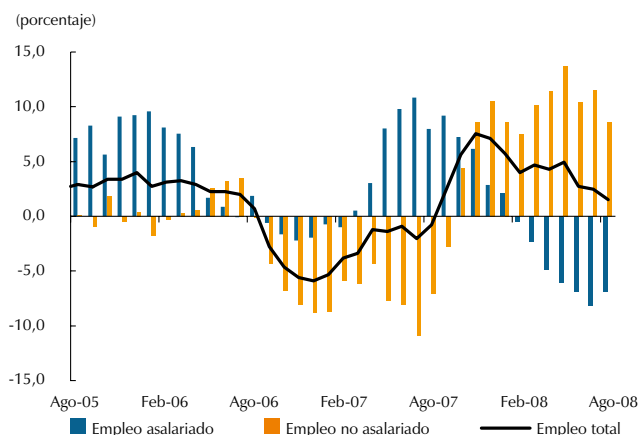
2. Mercado laboral y costos salariales

Al tercer trimestre del año las cifras laborales reportaron una notoria moderación en el ritmo de creación de nuevos puestos de trabajo; esto, unido a una oferta laboral que continuó expandiéndose a buen ritmo, ha conllevado a un aumento de las tasas de desempleo, interrumpiendo así la tendencia decreciente que presentaba esta variable desde 2006³.

Según la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en el tercer trimestre del año los ocupados totales para el agregado nacional aumentaron a una tasa anual de 2,0%, contra un 3,8% del primer semestre del año, en promedio (Gráfico 11). Al igual que en los anteriores

3 Si se descartan los leves aumentos que presentó la tasa de desempleo en 2006, y que en parte pueden estar asociados con cambios metodológicos, la tendencia decreciente se inició en 2002.

Gráfico 11
Creación de empleo
(ocupados en el total nacional, promedio móvil de orden 3)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

dos trimestres, el incremento de los ocupados sigue sustentado únicamente por el empleo no asalariado, en especial los cuenta propia, que crecen a una tasa anual de 19,3%. Por el contrario, el empleo asalariado (privado y público) se contrajo a un ritmo anual de 8,1%, completando, así, tres trimestres consecutivos de reducción.

El alto crecimiento que ha presentado el empleo cuenta propia en los últimos trimestres obedece, sobre todo, a una muy baja base de comparación con el año pasado, resultado de cambios metodológicos introducidos por el DANE, más que a un aumento significativo en el nivel de empleo en lo corrido del año. De continuar esas tendencias, el crecimiento del empleo no asalariado puede entrar en terreno negativo hacia finales del presente año o comienzos de 2009.

El Cuadro 4 muestra cómo la moderación de la demanda por trabajo en el tercer trimestre se tradujo en menores incrementos anuales, o incluso disminuciones, de

Cuadro 4
Indicadores del mercado laboral (trimestre móvil)

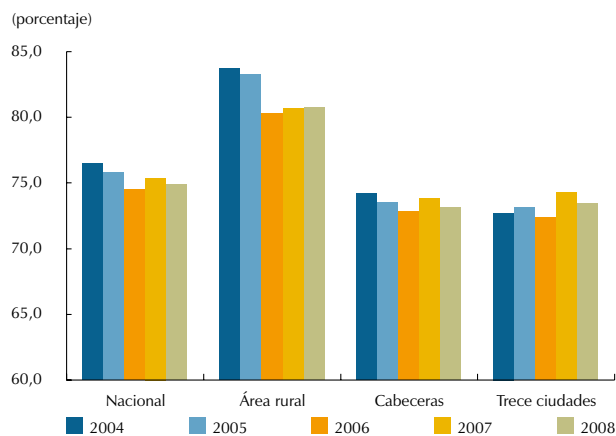
	Trimestre (julio-agosto-septiembre)					Diferencia 2007 y 2008	Trimestre anterior ^{a/} Diferencia 2007 y 2008
	2004	2005	2006	2007	2008		
Tasa global de participación							
Nacional	60,9	60,7	58,7	57,9	58,4	0,5	0,5
Área rural	57,0	57,2	53,8	51,1	51,1	0,0	(0,7)
Cabeceras	62,3	61,8	60,3	60,0	60,7	0,7	0,8
Trece ciudades	63,6	63,5	61,5	61,9	63,0	1,1	0,7
Tasa de ocupación							
Nacional	53,1	53,6	51,2	51,6	51,7	0,2	0,5
Área rural	52,1	53,3	48,4	47,0	46,3	(0,7)	(0,5)
Cabeceras	53,5	53,7	52,2	53,0	53,4	0,4	0,8
Trece ciudades	54,2	54,8	53,7	55,1	55,8	0,7	0,6
Tasa de desempleo							
Nacional	12,8	11,6	12,7	10,9	11,4	0,5	(0,1)
Área rural	8,6	6,7	10,0	8,1	9,4	1,3	(0,2)
Cabeceras	14,1	13,1	13,5	11,7	12,0	0,3	(0,2)
Trece ciudades	14,8	13,8	12,7	11,0	11,5	0,5	0,1

a/ Corresponde a las variaciones anuales absolutas y porcentuales del trimestre abril-mayo-junio.
Fuente: DANE-GEIH.

las tasas de ocupación (TO). Paralelamente, se continuó observando aumentos de la oferta laboral, medidos por la tasa global de participación (TGP), todo lo cual condujo a incrementos en el número de desempleados y, por ende, en las tasas de desempleo rural y urbana en el tercer trimestre, con respecto a igual período del año anterior: éstas se ubicaron en 11,4% y 11,5% para el total nacional y las trece ciudades principales, respectivamente, lo cual es 0,5 pp por encima de lo observado el año anterior en ambos agregados.

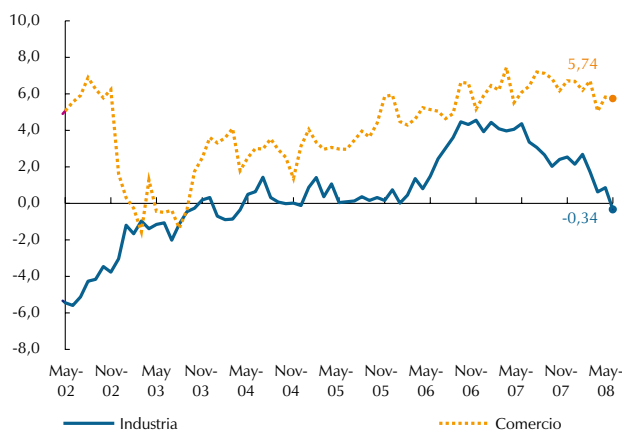
El deterioro en los indicadores de empleo es más notorio en los jefes de hogar, el segmento de la población que usualmente tiene condiciones laborales más estables. Para el tercer trimestre de este año las TO de los jefes de hogar presentaron un retroceso con respecto al mismo trimestre del año anterior (Gráfico 12). Sin embargo, en los jefes de hogar no se registraron incrementos de la TGP, lo que impidió aumentos mayores en las tasas de desempleo.

Gráfico 12
Tasa de ocupación de los jefes de hogar
(julio-agosto-septiembre)



Fuente: DANE-GEIH; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 13
Empleo en la industria y el comercio
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Del comportamiento de la TGP por segmentos de población también se deduce que el aumento de la oferta laboral mencionado se originó, sobre todo, en los trabajadores secundarios del hogar y no en los jefes de hogar. Este fenómeno suele estar relacionando con una pérdida en el poder adquisitivo de los salarios nominales de los jefes de hogar o con una reducción en sus posibilidades de empleo. La desaceleración de la economía y el aumento de la inflación de los últimos trimestres pueden explicar estas tendencias recientes de la oferta laboral.

Las encuestas sectoriales confirman el menor ritmo de crecimiento del empleo. En el caso de la industria, la destrucción de puestos de trabajo, que comenzó en mayo de este año, se ha acentuado recientemente (a agosto los ocupados disminuían 2,8%) y ya no se concentra únicamente en el empleo temporal, sino que también abarca al permanente. En el comercio, aunque el empleo ha seguido aumentando, su ritmo de expansión se ha desacelerado de manera importante: a agosto crecía a una tasa anual del 1,8%, mientras que en el segundo trimestre lo hacía, en promedio, al 5,3% anual (Gráfico 13).

A pesar de las tendencias anteriores, los indicadores de protección social siguen reportando crecimientos significativos de los afiliados a la seguridad social, aunque de menor magnitud que los registrados en el trimestre anterior. Cabe advertir que estas últimas cifras pueden presentar distorsiones dados los nuevos mecanismos de recolección de información y los mayores incentivos para afiliarse al sistema de seguridad social (Cuadro 5).

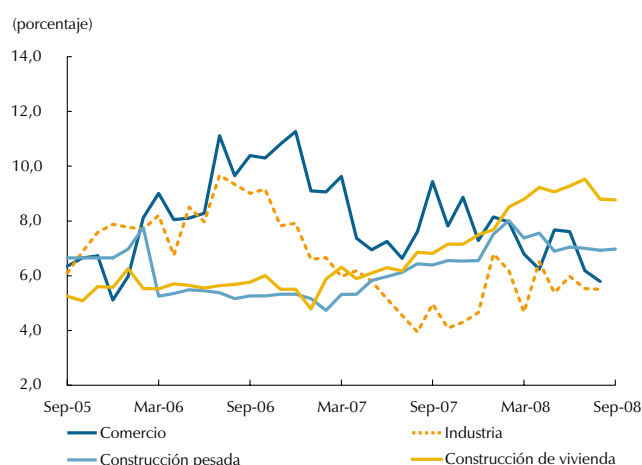
Cuadro 5
Indicadores de seguridad social en el total nacional

Subsistemas	2007	2008	Fechas de corte	Var. absoluta 2007-2008	Variación porcentual	
					2007-2008	Tres meses atrás
Trabajadores afiliados a las cajas de compensación	5.238.009	5.616.494	Septiembre	378.485	7,2	9,6
Afiliados ARP	5.882.252	6.124.281	Junio	242.029	4,1	4,1
Cotizantes activos a pensiones (ISS + AFP)	5.394.734	5.578.375	Julio	183.641	3,4	2,5
Cotizantes al régimen de pensiones ISS	1.870.840	1.840.315	Julio	(30.525)	(1,6)	(11,5)
Cotizantes a fondos de pensiones obligatorias	3.523.894	3.738.060	Julio	214.166	6,1	11,4
Afiliados pensiones voluntarias	488.304	517.848	Agosto	29.544	6,1	4,7

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

En general, las cifras de empleo muestran que el mercado laboral se está haciendo más holgado, y esto debería traducirse en menores presiones salariales hacia futuro, siempre y cuando las expectativas de inflación estén bajo control. Hasta agosto los

Gráfico 14
Índice de salarios nominales, variación anual



Fuente: DANE-MMCP-MMM.

salarios nominales crecían a tasas similares a las registradas durante el trimestre anterior, y por encima de la meta de inflación, aunque no necesariamente mayores que la inflación observada. Así, en la industria y el comercio la variación anual de los salarios nominales se mantuvo alrededor de 5,8% a agosto, lo que ha conllevado a disminuciones del salario real en estos sectores. En la construcción los salarios también mantuvieron las tasas de crecimiento del trimestre anterior, tanto para la construcción pesada como para la de vivienda. Este último segmento del mercado laboral sigue registrando los ajustes salariales más grandes para los que se tiene información disponible (8,8% para septiembre) (Gráfico 14). No obstante lo anterior, todos los indicadores disponibles muestran que los ajustes salariales han sido mayores este año que en 2007; de hecho, las cifras sobre convenciones colectivas confirman esta observación (Cuadro 6, panel A)

A pesar de la relativa estabilidad en el ritmo de ajustes salariales en lo corrido de 2008, los incrementos pactados en las convenciones colectivas durante 2008 para el siguiente año son, en general, superiores a los acordados en 2007 para el presente año (Cuadro 6, panel B). La indexación de los salarios al IPC para el próximo año, que la hacen aproximadamente el 80% de las convenciones, tiende ahora a efectuarse a tasas equivalentes al IPC observado más uno o dos pp, a diferencia del año pasado, cuando lo hacían simplemente a tasas similares al IPC observado. Este mecanismo de indexación de los salarios puede convertirse en una importante presión inflacionaria para el próximo año, sobre todo si se da en un entorno donde los demás costos de producción no disminuyen rápidamente.

Los costos no salariales mantuvieron una tendencia alcista durante el tercer trimestre.

Cuadro 6
Porcentaje de beneficiados por nivel de incremento salarial pactado

	A. Para el año en curso					
	<5	[5,6]	[6,7]	[7,8]	[8,9]	>9
Pactado en 2007 (cifras a dic.) ^{a/}	5,00	57,69	25,77	6,54	3,46	1,54
Pactado en 2008 (cifras a oct.) ^{b/}	2,25	46,85	31,08	13,06	4,50	2,25

	B. Para el siguiente año					
	<7	>= 7	IPC	IPC + (0,1)	IPC + (1,2)	IPC + >2
Pactado en 2007 (cifras a dic.) ^{c/}	9,39	3,76	36,62	33,33	13,62	3,29
Pactado en 2008 (cifras a oct.) ^{d/}	10,31	10,31	23,20	31,96	20,10	4,12

a/ 260 Convenciones colectivas a nivel nacional.

b/ 222 Convenciones colectivas a nivel nacional.

c/ 213 Convenciones colectivas a nivel nacional.

d/ 194 Convenciones colectivas a nivel nacional.

Fuente: Ministerio de Protección Social; cálculos Banco de la República.

3. Otros costos

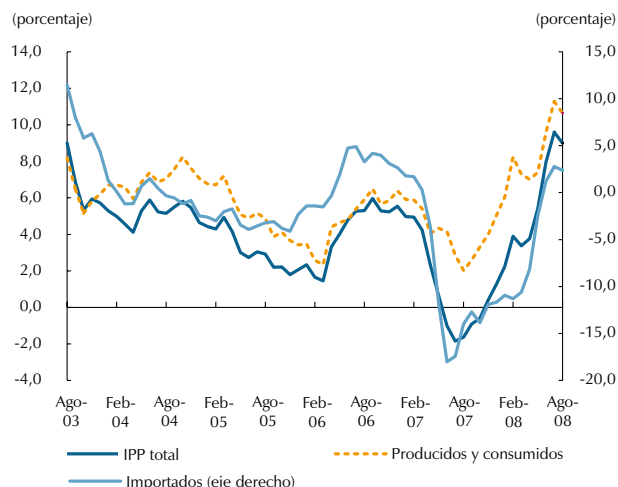
El índice de precios del productor (IPP) y otras medidas de costo señalan que la tendencia alcista de los costos no salariales, que se observa desde hace algunos trimestres, no ha cedido. Sin embargo, sugieren que, a diferencia del trimestre anterior, dichas presiones se concentraron en los componentes importados, fenómeno que podría estar asociado con la reciente depreciación del peso.

Al finalizar el tercer trimestre del año, la inflación al productor, medida por el IPP total, mantuvo su ritmo ascendente (no obstante la pausa que mostró en agosto) y se ubicó en 9,8%, tasa que no se observaba desde hace aproximadamente cinco años (Gráfico 15). Desagregando el IPP según la procedencia de los bienes, se observaron aceleraciones de la inflación tanto del componente producido y consumido como del importado.

Sin embargo, la mayor presión alcista durante los tres últimos meses provino de este último grupo que pasó de mostrar una tasa de inflación anual de 1,2% en junio a una de 5,3% en septiembre (Gráfico 15). Según destino económico de los bienes, el IPP de consumo intermedio (materias primas) continuó mostrando una tendencia alcista durante el tercer trimestre y a septiembre alcanzó una tasa anual de 12,5%. Esto último a pesar de la caída en los precios internacionales.

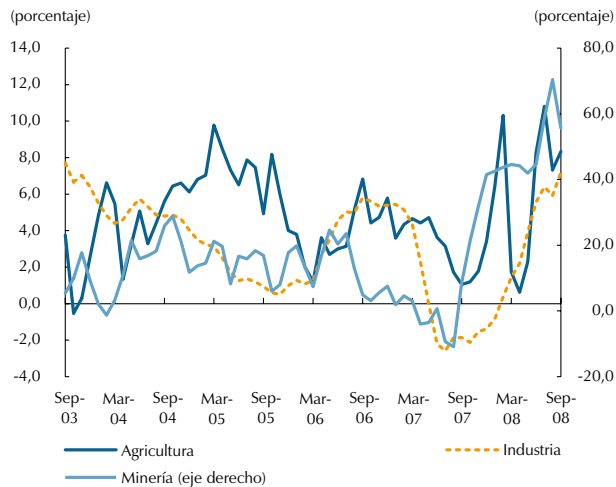
Por ramas de actividad económica, el aumento de la inflación al productor se concentró en el IPP industrial, el cual se ajustaba a septiembre a una tasa de 7,2% anual, superior en 1,4 pp a la que mostraba en junio (Gráfico 16). Se debe tener en cuenta que dado el peso que esta subcanasta tiene en la construcción

Gráfico 15
IPP total y por destino económico, variación anual



Fuentes: antes de diciembre de 2006: Banco de la República; a partir de diciembre de 2006: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 16
IPP por ramas
variación anual



Fuentes: antes de diciembre de 2006: Banco de la República; a partir de diciembre de 2006: DANE; cálculos del Banco de la República.

del índice total (77,5%), su comportamiento condiona en buena medida la evolución del IPP total.

Lo anterior hace conveniente un análisis más detallado de los precios industriales, tal y como se presenta en el Cuadro 7, el cual descompone la aceleración de la inflación del IPP industrial. De acuerdo con esta información, el aumento de la inflación industrial se concentró en los productos de procedencia importada, los cuales explican el 61,4% de la aceleración trimestral del IPP industrial. Dentro de la subcanasta de importados, las divisiones CIU que más presiones alcistas generaron fueron las de sustancias químicas (17,4%) y de abonos y compuestos inorgánicos nitrogenados (10,7%).

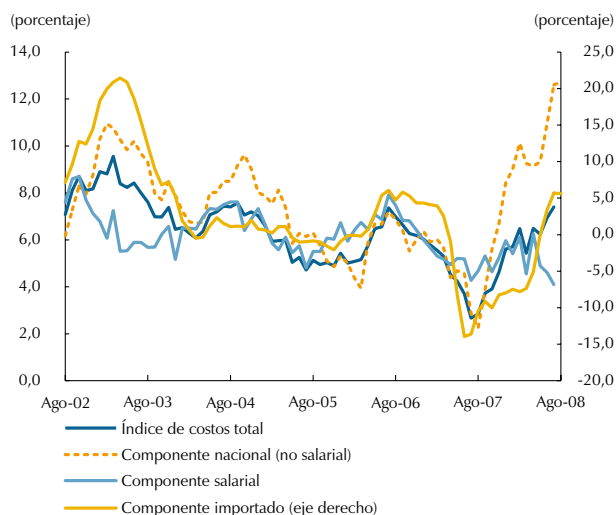
Cuadro 7

Descomposición de la aceleración mensual del IPP industrial, según procedencia y clasificación CIU (porcentaje)

Descripción	Ponderado	Inflación anual				Participación en la aceleración		
		Mar-08	Jun-08	Ago-08	Sep-08	Mensual a Sep-08	Trimestral a Sep-08	a Jun-08
IPP industrial	100,0	1,4	5,6	5,9	7,2	100,0	100,0	100,0
IPP industrial: producidos y consumidos	73,3	6,3	7,4	7,5	8,3	47,0	38,6	25,5
Divisiones que más participaron en la aceleración mensual (a septiembre)								
Fabricación de productos de la refinación del petróleo	3,9	15,5	16,7	22,5	25,6	11,0	24,0	14,1
Conservación de carne y derivados	6,1	6,7	0,8	0,5	2,6	10,9	7,1	(9,0)
Refinación de azúcar	1,4	(15,6)	(15,9)	(5,1)	5,1	10,0	18,1	(0,2)
IPP industrial: importados	26,7	(12,3)	(0,6)	0,8	3,6	53,0	61,4	74,5
Divisiones que más participaron en la aceleración mensual (a septiembre)								
Abonos y compuestos inorgánicos nitrogenados	0,7	2,5	7,7	16,1	34,3	9,2	10,7	0,8
Sustancias químicas básicas	2,3	(10,7)	1,5	11,9	15,1	5,7	17,4	6,5
Fabricación de productos de la refinación del petróleo	0,2	(2,6)	16,8	32,1	57,9	4,2	5,2	1,0

Fuente: DANE; cálculos Banco de la República.

Gráfico 17
Índices de costos a partir de la MCS^{a/}
variación anual



a/ matriz de contabilidad social.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 18
Demanda esperada en los próximos doce meses frente a la
capacidad instalada



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

Los índices de costo totales (salariales y no salariales), que tienen en cuenta una ponderación derivada de las matrices de contabilidad social, se han ajustado a tasas crecientes en lo corrido del año. Como se observa en el Gráfico 17, esto ha obedecido principalmente a las presiones alcistas del componente no salarial, tanto nacional como importado.

4. Excesos de capacidad productiva y presiones de demanda

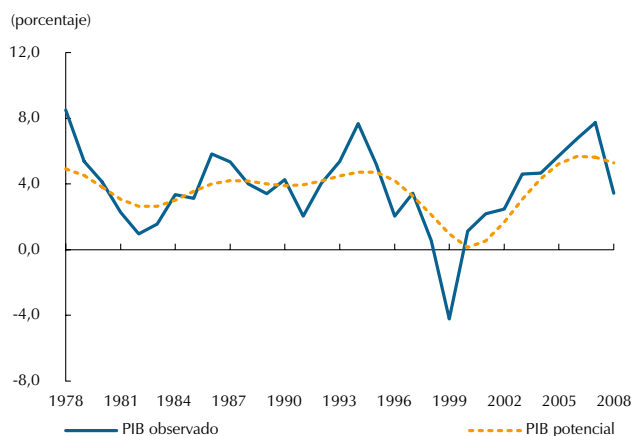
En lo corrido del año se ha observado una reducción de las presiones inflacionarias de demanda, debido a un ritmo de crecimiento económico más moderado. Esto se manifiesta a través del comportamiento de varios indicadores de excesos de capacidad productiva, los cuales siguen presentando una tendencia decreciente.

Por ejemplo, con información a agosto, al observar el indicador de demanda esperada frente a la capacidad instalada en la industria se observa cómo esta medida continuó reduciéndose, alcanzando niveles inferiores a su promedio histórico (Gráfico 18). Algo similar se aprecia con los indicadores de utilización de capacidad instalada de la industria (UCI), tanto de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) como de Fedesarrollo, los cuales señalan que la economía colombiana viene registrando unos mayores niveles de capacidad ociosa en 2008 que los observados en 2006 y 2007. La UCI de Fedesarrollo en agosto se situó en 68,6% frente a un promedio histórico para los meses de agosto desde 1980 de 70,8%.

Con base en la información anterior, se estimaron nuevamente el crecimiento potencial y la brecha del producto para la economía colombiana en 2008. Los cálculos indican que el crecimiento potencial promedio durante el año podría ubicarse en un valor cercano al 5,0%, el cual es menor que el estimado para el informe anterior (entre 5,5% y 6,0%) (Gráfico 19). La reducción obedecería, entre otros factores, a varios choques de oferta presentados durante lo corrido del año (altos precios de las materias primas en el primer semestre, junto a las huelgas en diversos sectores), los cuales han tenido efectos negativos sobre la oferta y la estructura de costos marginales de la economía.

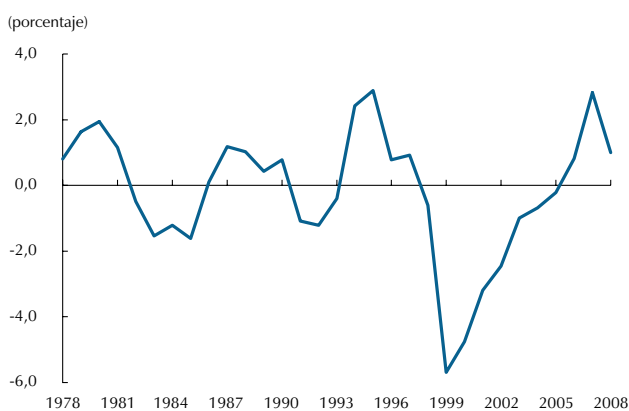
Conviene señalar que el crecimiento potencial también resulta afectado por los ciclos de inversión de la economía. En los últimos años la inversión presentó un

Gráfico 19
Crecimiento del PIB observado y del potencial



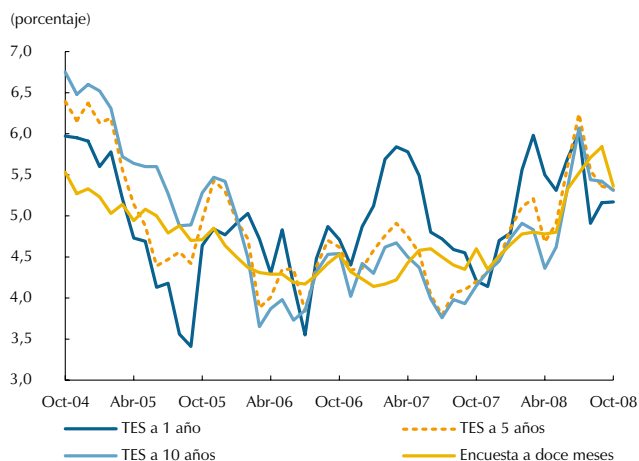
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 20
Brecha del producto



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 21
Expectativas de inflación derivadas de los TES
(tasa fija frente a UVR)



Fuente: Banco de la República.

comportamiento altamente favorable, lo que aceleró el crecimiento potencial. En la medida en que se presente un menor ritmo de actividad económica en el futuro, y que esto vaya acompañado de una menor inversión, el crecimiento potencial podría desacelerarse.

A pesar de estimar un menor ritmo de crecimiento potencial promedio de la economía durante 2008, la brecha del producto se redujo en este informe frente a lo previsto en el anterior, aunque aún se encontraría en terreno positivo (Gráfico 20). Esto se explica por la mayor desaceleración económica en lo corrido del año frente a lo proyectado, y debido a las menores perspectivas de crecimiento para lo que resta del año tal y como se analiza en el capítulo III.

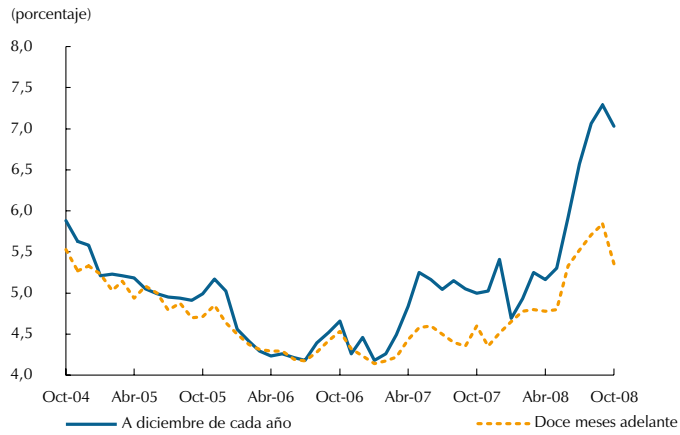
5. Expectativas de inflación

Durante el tercer trimestre las expectativas de inflación se mantuvieron en niveles altos con respecto a las metas del banco; sin embargo, varios de los indicadores mostraron alguna disminución, que puede estar asociada con la decisión que tomó la Junta Directiva de aumentar la tasa de política en 25 pb el 25 de julio. Así, las expectativas extraídas de las tasas de interés de los TES (tasa fija vs. UVR) disminuyeron a finales de julio y a comienzos de agosto de manera significativa; además, durante el resto del trimestre estos menores niveles se mantuvieron y a comienzos de octubre se ubicaban entre 5,2% y 5,4% para diversos horizontes (Gráfico 21).

Las expectativas obtenidas para finales de año a partir de la encuesta mensual del Banco, realizada a comienzos de octubre se encontraba en 7,0%; cifra por encima del registro observado tres meses atrás pero un poco por debajo de lo reportado en septiembre. La tendencia de las expectativas a doce meses fue similar, con un aumento entre julio y septiembre, aunque con una disminución a comienzos de octubre (a 5,4%) (Gráfico 22). Para diciembre de 2009 la inflación esperada es de 5,4%.

Finalmente, la encuesta trimestral del Banco de la República a comienzos de octubre, muestra un aumento de las expectativas de inflación a diferentes horizontes.

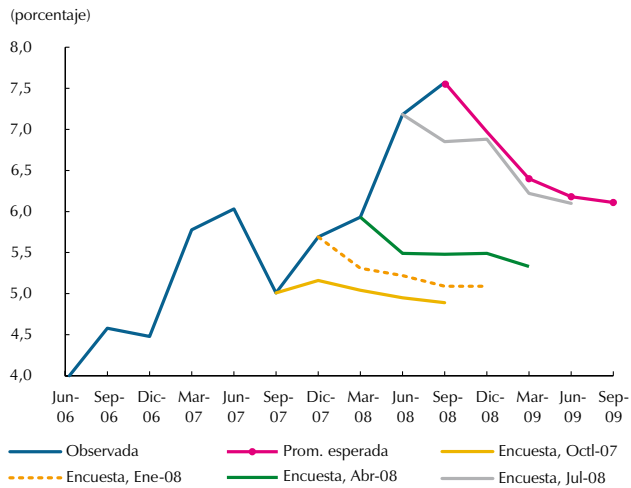
Gráfico 22
Encuesta mensual de expectativas
de inflación a bancos y comisionistas de bolsa



Fuente: Banco de la República.

Así, para diciembre de este año los agentes anticipan una inflación de 7%, frente al 6,9% esperado en el trimestre anterior, y para septiembre de 2009 las expectativas se sitúan en 6,1% (Gráfico 23).

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



Fuente: Banco de la República.

Recuadro 1 CANALES DE TRANSMISIÓN DE UNA CRISIS INTERNACIONAL

Carlos Huertas C.*

A raíz de la crisis financiera en los Estados Unidos, hecho que ya se ha irrigado a los demás países desarrollados y algunos emergentes, es necesario identificar los canales por los cuales este choque puede llegar a afectar la economía colombiana. Por tanto, este recuadro presenta un breve resumen teórico de dichos canales, y algunos de ellos serán analizados detalladamente en otros recuadros.

Teóricamente, el origen y los canales de transmisión de una crisis internacional pueden ser clasificados en dos grandes categorías: contagio a través de *vínculos fundamentales* y por el *comportamiento de los inversionistas*¹. Sin embargo, es importante aclarar que estos dos grandes grupos, e inclusive los canales de transmisión que contienen cada uno de ellos, pueden estar fuertemente relacionados y, difícilmente, se puede dar una ponderación exacta de cuál es el más importante.

1. Causas u orígenes fundamentales

En este grupo el contagio se da a través de la interdependencia natural que hay entre las economías. Así, un choque local o global será transmitido a causa de los vínculos comerciales y financieros que hay entre los países. En la clasificación se pueden distinguir varias categorías:

a. Contagio por choques globales

Se refieren a cambios que afectan la economía mundial como un todo, como por ejemplo: menor crecimiento global; crisis financiera internacional; caídas en los precios de los bienes básicos (*commodities*); modificaciones en la postura monetaria de los países industrializados, entre otros. Además del impacto que tienen estos choques sobre la actividad económica de cada país, los efectos suelen ser más intensos en países emergentes y se manifiestan mediante salidas de capitales y caídas en los precios de los activos.

Como estos son globales, el grado de contagio dependerá, entre otras cosas, del estado de las siguientes variables fundamentales de un país, en comparación con las de los demás: déficit y sostenibilidad de la cuenta corriente y de las deudas pública y privada; la profundización financiera; el grado de apertura; las reservas internacionales, entre otras.

b. Contagio por vínculos comerciales y de competitividad

Si un socio comercial de un país experimenta una fuerte depreciación de su moneda, con caídas en los precios de sus activos y salidas de capitales, este choque puede producir ataques cambiarios en la otra economía, ya que los mercados anticipan una disminución de las exportaciones que se dan desde el país estable hacia la economía en crisis. Otro canal es la pérdida de competitividad en terceros mercados, debido a la fuerte depreciación que ha experimentado un competidor por problemas de crisis financieras. Este hecho genera presiones a las demás monedas de países competidores, especialmente en aquellas economías en las cuales no se tiene un régimen de libre flotación.

c. Contagio por vínculos financieros directos

Se refieren a los flujos financieros por transferencias o generados por el accionar de los negocios como: la inversión extranjera directa (IED); los retornos de utilidades; los créditos comerciales internacionales, bien sea por comercio (exportaciones e importaciones) o entre filiales bancarias; las remesas de trabajadores, y las tasas de interés de financiación externa. Por ejemplo, una crisis financiera en algún país desarrollado que es generador de IED o en alguna economía receptora de dicha inversión, puede tener un impacto colateral sobre las demás economías emergentes, ya que el monto de las transacciones de cada una de las variables descritas se puede disminuir, y generar devaluaciones no esperadas.

2. Causas u orígenes por el comportamiento de los inversionistas

En esta clasificación el contagio se presenta a través de movimientos comunes de liquidación de activos o cancelación de préstamos por parte de fondos de inversión o bancos comerciales hacia otras economías, los cuales necesariamente no pueden ser explicados por cambios en los fundamentales macroeconómicos. Este tipo de contagio también puede ser atribuido a fenómenos llamados “irracionales” tales como

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

1 Esta clasificación se basa principalmente en R. Dornbush; Y. Chul Park y S. Claessens (2000). “Contagion: How it Spreads and How it Can Be Stopped”, 19 de mayo, Banco Mundial.

el pánico financiero, comportamientos de manada, pérdida de confianza o incremento de la aversión al riesgo, lo cual termina generando ataques especulativos sobre las monedas y los activos de los países que experimentan la salida de capitales. Por tanto, si un país está altamente integrado al mercado financiero global, será más intensivo al contagio de estos fenómenos. La literatura clasifica en tres categorías el origen del comportamiento de los inversionistas.

a. Liquidez y problemas de incentivos:

Cuando un fondo de inversión presenta grandes pérdidas por una crisis en un determinado país, puede liquidar sus activos en otros mercados para tener efectivo y anticipar posibles retiros del fondo, independientemente de que algunas de estas economías presenten buenos fundamentos. Así mismo, un banco comercial con una alta exposición de su cartera al mercado en crisis puede suspender los créditos a otros mercados, con el fin de disminuir el riesgo global de su cartera. Los problemas de liquidez pueden ser exacerbados por aquellos inversionistas fuertemente apalancados que, ante caídas en ciertos precios de activos, pueden incurrir en grandes pérdidas y verse obligados a liquidar todo tipo de inversiones en diferentes mercados para cumplir con las exigencias regulatorias de liquidez de cada país. En cuanto a los incentivos, la aplicación de los modelos de *Value-at-Risk* son un claro ejemplo. Ante un choque en un mercado emergente que le ha generado pérdidas a un fondo de inversión, una respuesta óptima para estos modelos puede ser balancear de nuevo el riesgo y disminuir su exposición en otros mercados emergentes. Todo depende del nuevo incentivo o disposición que tenga el inversionista en asumir un nivel de riesgo diferente.

b. Información asimétrica

En esta clasificación el contagio se da por fallas en la información (incompleta, asimétrica, costos de análisis, etc.) o debido a diferencias marcadas en las expectativas de los inversores. Algunos ejemplos de esta clasificación son:

- Ante una crisis en un determinado país los inversionistas pueden anticipar que a otro le puede ocurrir lo mismo, ya que según su información éste último presenta condiciones similares.
- Dados los altos costos fijos que representa el mantener un análisis económico adecuado de cada país, los inversionistas menos informados pueden preferir seguir las mismas decisiones que tomaron los fondos a los que consideran más informados. Si estos últimos se mueven hacia un “mal equilibrio”, el efecto manada podría llevar a todo el mercado a terminar en él.
- Un efecto reputación puede llevar a los gerentes de los fondos a no ir en contra de la mayoría del mercado y preferir seguirlo en forma de manada.

c. Cambios en las reglas de juego

Las modificaciones en las normas internacionales de inversión de un país (declaratoria de no pago, controles de capitales, nacionalizaciones de empresas privadas, etc.) pueden contagiar a otro, ya que los mercados pueden anticipar que este último puede hacer lo mismo. Ello puede generar ataques cambiarios, caídas en los precios de los activos y problemas de financiación.

II. MERCADOS FINANCIEROS

En los últimos dos meses varios eventos exacerbaron la crisis financiera en las economías industrializadas. Se presentó una fuerte pérdida de confianza, junto con una carencia de liquidez y capital.

Los gobiernos de países desarrollados aprobaron planes de salvamento que buscan recapitalizar las principales entidades financieras y otorgar liquidez con recursos públicos. A mediados de octubre los canales crediticios no se habían restablecido.

La crisis comenzó a golpear a las economías emergentes: sus primas de riesgo han alcanzado magnitudes similares a las de otros episodios de alta incertidumbre. La exposición de la banca colombiana a la crisis es baja.

En Colombia se registró un leve incremento en las tasas de interés nominales. Sin embargo, sus niveles reales no aumentaron y se mantienen alrededor de su promedio histórico.

Ha continuado la moderación de crédito en pesos.

A. CONTEXTO EXTERNO

El desempeño reciente de los mercados financieros internacionales ha sido el principal tema de atención para la economía global. Después de cerca de un año de incertidumbre por el problema de la crisis *sub-prime* del mercado hipotecario en los Estados Unidos, en septiembre del presente año surgieron eventos que exacerbaron la pérdida de confianza entre las entidades financieras. Tal situación mostró las carencias de liquidez y las excesivas necesidades de capital de estas entidades, tanto en los Estados Unidos como en Europa y Asia, gestando lo que podría ser la peor crisis financiera desde la gran depresión de 1929.

Lo que desencadenó el estrés financiero del último mes y medio fue la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers el 15 de septiembre, que forzó la transformación de entidades similares (como Goldman Sachs y Morgan Stanley) en “*holdings* bancarios” en la siguiente semana, finalizando la era de la banca

de inversión independiente en Wall Street⁴. Adicionalmente, la incertidumbre se incrementó aún más cuando el gigante mundial de los seguros, American International Group (AIG), necesitó de la ayuda del gobierno estadounidense para no incumplir con sus obligaciones de corto plazo.

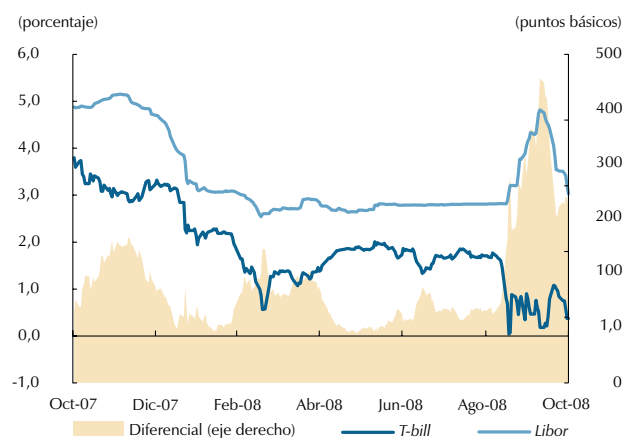
Todo este panorama de pánico financiero, que se extendió a las economías europeas y asiáticas, obligó a los gobiernos de los países desarrollados a actuar de manera imperiosa sobre el mercado, mediante el uso de diversas herramientas de liquidez de los bancos centrales, créditos, compras de activos ilíquidos, e incluso la adquisición de acciones de empresas privadas o mixtas para contener lo que se convertía en un *credit crunch* a nivel global.

En los Estados Unidos la estrategia del gobierno se centró en un plan de salvamento por US\$700 mil millones (mm) que contemplaba la compra de activos afectados por la crisis financiera, y cuyo rechazo inicial por parte del congreso estadounidense exacerbó la volatilidad en los mercados. El plan final acordado por las autoridades económicas contempló medidas para incluir la compra de acciones preferenciales de los nueve bancos más grandes de los Estados Unidos por parte del gobierno⁵, en un monto cercano a los US\$250 billones (b). Finalmente,

estas decisiones se acompañaron de la reducción conjunta en tasas de referencia de los bancos centrales de las principales economías a principios de octubre, acción a la que se unieron las autoridades monetarias de Australia, Corea del Sur, Taiwán y Hong Kong⁶.

Hacia la tercera semana de octubre dichos planes de salvamento habían tenido resultados parciales, por lo que no habían logrado restablecer los canales crediticios y disminuir los costos de endeudamiento. Las tasas de interés y las primas de riesgo empezaron a bajar, pero aún se encuentran muy por encima de niveles considerados como aceptables (Gráfico 24). Adicionalmente, durante este período se ha presentado un incremento sin precedentes en la volatilidad de los mercados de capitales, como lo muestra el desempeño del VIX⁷. Todo esto ha

Gráfico 24
Diferencial de las tasas *T-bill* y *libor* a tres meses en los Estados Unidos



Fuentes: Reserva Federal de los Estados Unidos y Bloomberg.

- 4 La venta forzada de Merrill Lynch a Bank of America efectuada a mediados de septiembre fue un movimiento más en la transformación de la banca de inversión en *holdings* bancarios.
- 5 En la zona del euro y en el Reino Unido las autoridades también adoptaron planes de salvamento que incluyeron apoyos de liquidez y capitalizaciones de las entidades financieras en problemas. En octubre el gobierno alemán anunció la aprobación de un plan de rescate, similar al aprobado en los Estados Unidos por un monto cercano a los €500 mm.
- 6 Según estimaciones realizadas por el Banco Central de Inglaterra en su informe más reciente de estabilidad financiera, las pérdidas de las instituciones financieras en los Estados Unidos, la zona del euro e Inglaterra se encuentran alrededor de US\$2,8 b; adicional a esto, el monto inyectado por las autoridades monetarias para rescatar tales entidades asciende en el mundo a cerca de US\$7,7 b.
- 7 Índice de volatilidad en acciones del mercado estadounidense.

LA BOLSA ESTADOUNIDENSE EN ÉPOCA DE RECESIÓN

Revisando el comportamiento histórico, tanto del crecimiento económico como de los índices bursátiles en los Estados Unidos (Dow Jones y S&P500), se encontraron tres episodios de recesión que comparten características similares al contexto actual: donde se destaca la presencia de una crisis en los mercados bursátiles con contracción económica. En estos casos, la mayor caída de la bolsa se presentó en la crisis de 1929 (86%), cuya recuperación, entendida como el retorno

a la tendencia de largo plazo, duró cerca de 7,5 años. Volver al nivel máximo observado antes de la caída tardó 25 años. En los otros episodios, tanto la dimensión de la caída como el período de recuperación bursátil fueron menores (aproximadamente 50% y tres años, respectivamente). Al momento de la elaboración de este informe la reducción de los índices bursátiles, desde el máximo valor alcanzado en octubre de 2007, estaba alrededor del 40%.

Gráfico 1
Índices de acciones en los Estados Unidos

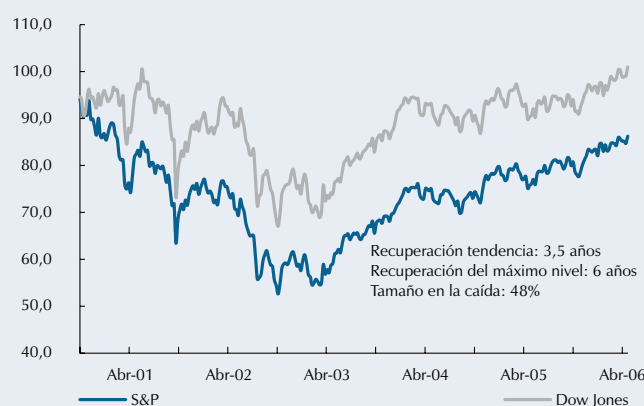
A. Crisis de 1929



B. Crisis petrolera de 1973



C. Crisis 2001



D. Crisis subprime



Fuentes: Bloomberg.

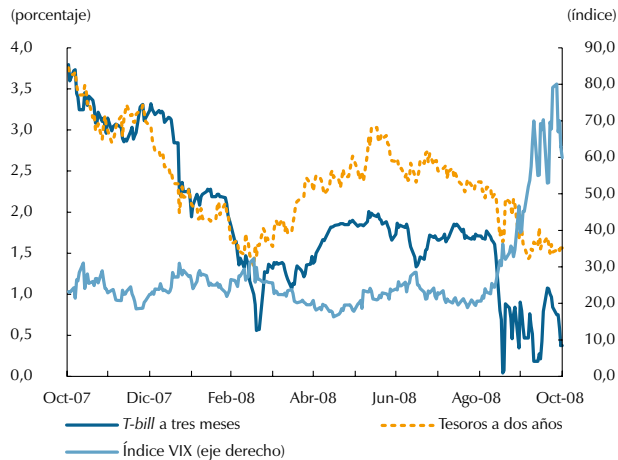
llevado a los inversionistas a liquidar posiciones riesgosas (los índices accionarios a nivel global han exhibido pérdidas significativas) y a buscar activos seguros de forma masiva (Gráfico 25).

Un aspecto importante para tener en cuenta es que, para enfrentar la situación descrita, la Reserva Federal

de los Estados Unidos (Fed) cuenta con poco espacio para continuar disminuyendo sus tasas de referencia⁸,

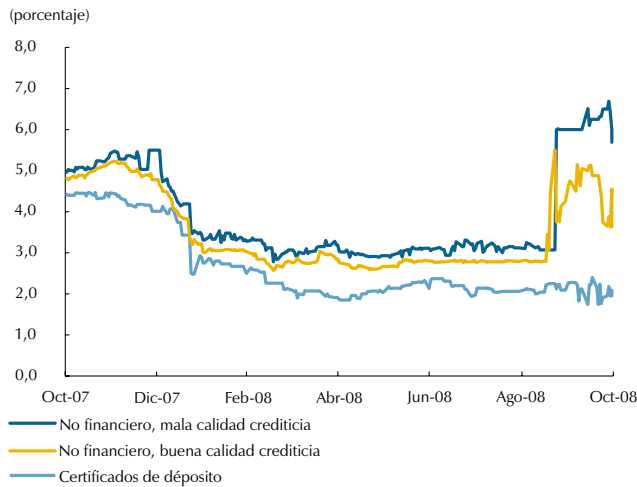
8 Durante la elaboración de este informe las tasas de referencia de la Fed disminuyeron a 1%. A su vez, el mercado de futuros de tasas de interés descontaba con probabilidad de 96% una reducción adicional de 50 pb para finalizar el año.

Gráfico 25
Índice de aversión al riesgo (VIX) y tesoros de corto plazo en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 26
Tasa de los papeles comerciales y certificados de depósito a tres meses en los Estados Unidos



Fuentes: Reserva Federal de los Estados Unidos y Bloomberg.

algo que es menos crítico en el caso europeo. Adicionalmente, las tasas de corto plazo de los títulos del tesoro de los Estados Unidos han alcanzado en el último trimestre niveles cercanos a cero, como resultado del fuerte incremento en la percepción de riesgo y de la alta preferencia por la liquidez. Esto parece haber empezado a configurar una situación similar a la de una “trampa por liquidez”, en donde la política monetaria usual es poco efectiva para estimular la demanda.

No obstante el bajo nivel de las tasas de interés de referencia de la Fed y del gobierno estadounidense, en este informe no se descarta un aumento de las tasas de interés de los créditos, algo que ya se ha empezado a ver con los papeles comerciales de baja calificación y con los certificados de depósito en los Estados Unidos (Gráfico 26). Además, aquí se considera que la tasa efectiva de crédito en los Estados Unidos y Europa se mantendrá elevada por varios trimestres, lo cual ejercerá presiones sobre las tasas de interés relevantes para países emergentes. El aumento observado de las tasas de los bonos soberanos denominados en dólares para la mayoría de países emergentes durante octubre es un indicio al respecto (Gráfico 27).

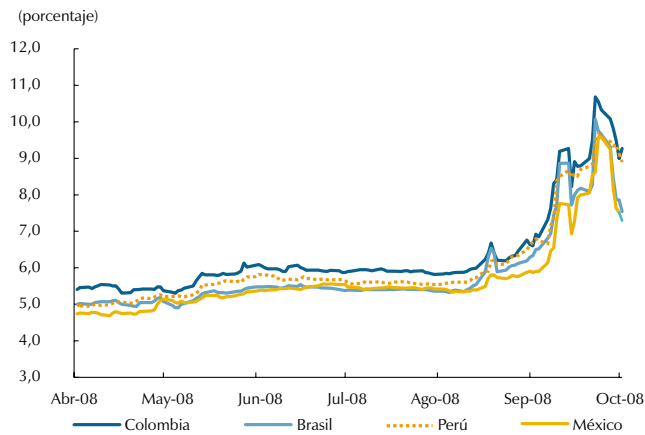
En cuanto al mercado accionario de países emergentes, se han visto desvalorizaciones importantes en el último trimestre. Las caídas más significativas se han presentado en los países de Europa del Este, aunque Latinoamérica y en menor medida Asia emergente han presentado este fenómeno. Dentro de los países latinoamericanos, Colombia presenta una de las menores reducciones, comparada con las fuertes caídas de las bolsas de Brasil y Perú⁹ (Gráfico 28). En cuanto al comportamiento de las monedas de países emergentes

frente al dólar, se han observado depreciaciones significativas en Latinoamérica, donde las monedas de Brasil, Chile y Colombia han mostrado los peores resultados en el último trimestre (Gráfico 29). Para el caso colombiano particularmente, la depreciación nominal anual entre el promedio de diciembre de 2007 y el promedio de octubre de este año ascendió a 14%.

Como se ha mencionado en informes anteriores, una forma de analizar la prima de riesgo sobre los activos de economías emergentes son los *credit default*

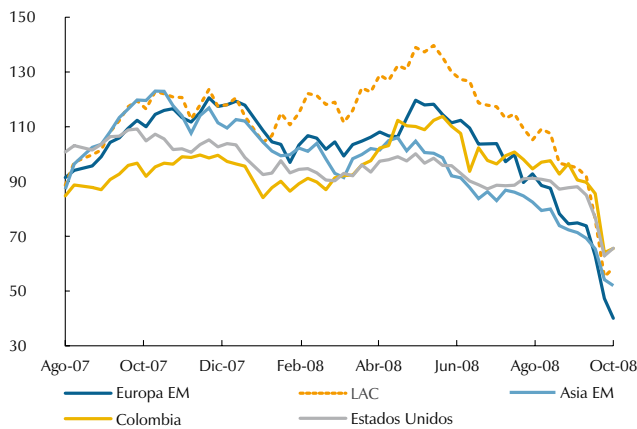
9 Aunque dichos países habían presentado importantes ganancias bursátiles en los anteriores trimestres.

Gráfico 27
Tasa de interés de los bonos soberanos en dólares a seis años



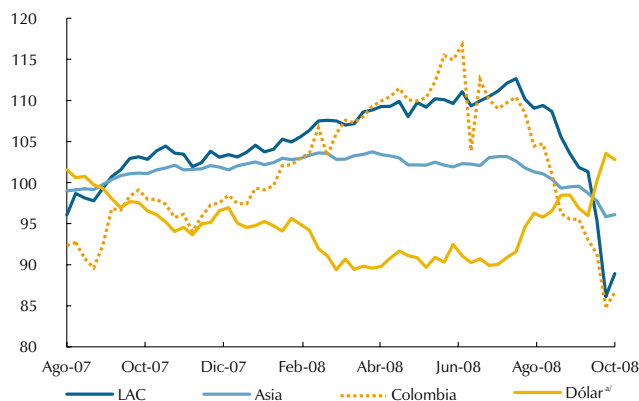
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 28
Índice de acciones MSCI, desde agosto de 2007^{a/}



a/ MSCI: Morgan Stanley Capital International. El índice corresponde a datos expresados en dólares.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 29
Índice de monedas emergentes frente al dólar, desde agosto de 2007



a/ Corresponde al índice del dólar frente a una canasta de monedas fuertes.
Fuente: Bloomberg.

swaps (CDS)¹⁰ soberanos. Para el caso de Latinoamérica, estos derivados de crédito sugieren un aumento en el riesgo sobre el incumplimiento de las obligaciones crediticias de dichos países. Sus niveles, a diferencia de anteriores informes, alcanzaron magnitudes similares a las que se presentaron en episodios de alta incertidumbre sobre la capacidad de pago de países emergentes, exhibidos, durante el período 2002-2004 (Gráfico 30). No obstante, durante la elaboración de este documento se han observado algunas reducciones en dichas primas.

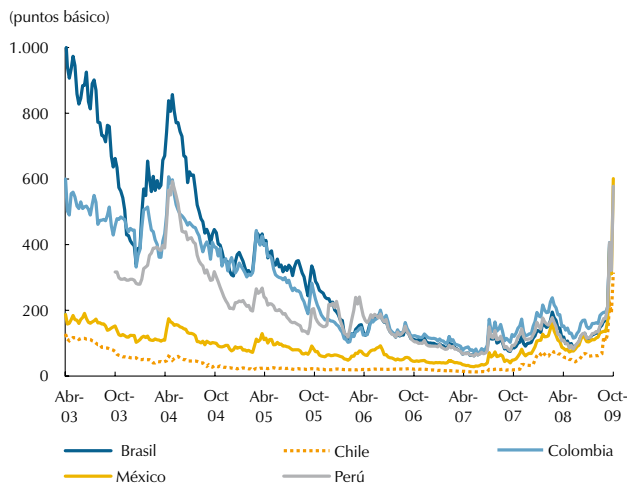
Finalmente, es preciso mencionar que un factor importante en la explicación de la crisis actual tiene que ver con los desbalances macroeconómicos mundiales que se han acumulado en los últimos diez años y que han colocado a la economía estadounidense en una posición deficitaria y con una muy baja tasa de ahorro personal frente a una situación superavitaria del conjunto de economías emergentes, en particular de China (Gráfico 31). La manera como estos desbalances se podrían ajustar es aún muy incierta, pero de ello dependerá el comportamiento de los flujos de capital, de comercio y de los tipos de cambio en los próximos años.

Por ejemplo, podría especularse que, a pesar de la reducción masiva de la liquidez que enfrentan las entidades financieras internacionales, las monedas de las economías emergentes no sufrirían las desvalorizaciones de anteriores sequías del mercado de capitales, dada la ausencia de alternativas de inversión. Lo anterior se materializaría en la medida en que las primas de riesgo de los refugios tradicionales de los inversionistas puedan subir y los papeles de deuda de esos inversionistas puedan desvalorizarse más de lo usual; esto último si se concretan las garantías ofrecidas por los gobiernos de los Estados Unidos y Europa a sus sistemas financieros.

En este informe hemos supuesto que las consecuencias de la crisis para Colombia y otros emergentes países, junto con la reducción de la demanda para sus exportaciones y los menores términos de intercambio,

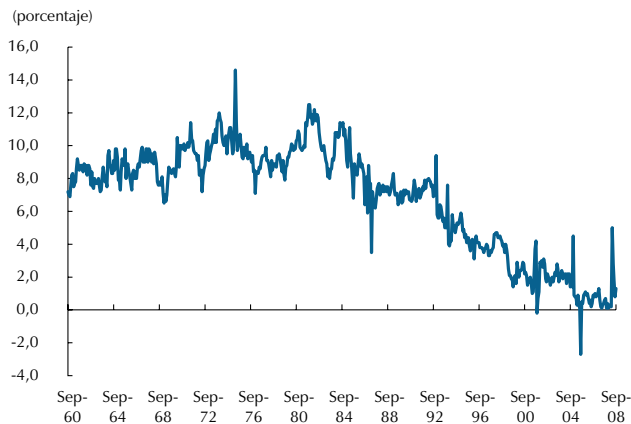
10 Dicho instrumento proporciona a su comprador un pago asegurado si se presenta un evento de *default* (incumplimiento) por parte del emisor del bono.

Gráfico 30
Credit default swap (CDS) a cinco años en América Latina



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 31
Tasa de ahorro personal en los Estados Unidos



Fuente: Datastream.

reforzarían una disminución importante en los flujos de capitales.

B. MERCADOS FINANCIEROS

Durante el tercer trimestre del presente año los agregados monetarios se vieron afectados por el vencimiento de TES dado en agosto y por la modificación del encaje bancario. Esta última medida, que se hizo efectiva a partir de septiembre, generó un aumento significativo en la demanda de reserva bancaria y explicó, en parte, la estrategia de las entidades financieras de concentrar sus captaciones en instrumentos no constitutivos de encaje, como los certificados de depósitos a término (CDT) con plazos superiores a 18 meses. Lo anterior, junto con el incremento de la tasa de interés del Banco de la República efectuado en julio, se reflejó en un aumento de la tasa de captación de CDT.

Las tasas activas de créditos preferenciales e hipotecarios registraron una tendencia creciente, comportamiento que puede estar asociado con los mayores costos de fondeo. Adicionalmente, el incremento de la inflación, que afectó el valor de la unidad de valor real (UVR), puede también estar presionando al alza la tasa de interés de los créditos de vivienda otorgados en pesos. Las demás tasas de colocación continuaron oscilando en niveles similares a los reportados durante lo corrido del año.

Con respecto a la tasa de crecimiento del crédito en moneda legal, septiembre también fue un mes de moderación, liderada por la cartera de consumo y en menor medida

por la de tipo comercial. El crédito en moneda extranjera y el financiamiento externo directo presentaron en agosto del presente año tasas anuales de crecimiento inferiores a las observadas el mismo mes del año anterior, con una dinámica inferior a la de la moneda nacional.

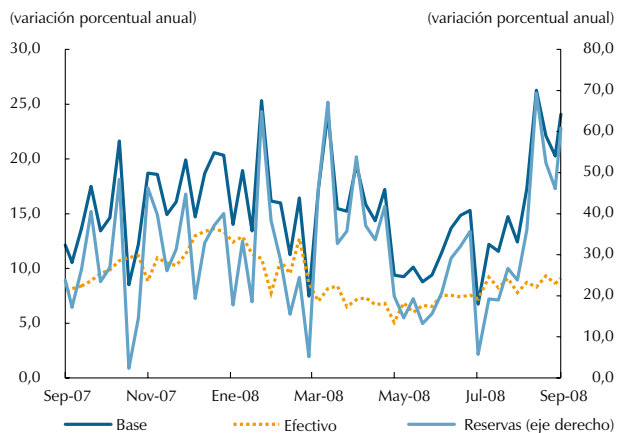
En el mercado de valores, la crisis financiera internacional terminó contagiando el mercado local, se reportaron fuertes desvalorizaciones en las acciones y en los papeles de deuda pública.

1. Agregados monetarios

Debido al marcado deterioro de la situación internacional, en la reunión del 20 de junio del presente año, la Junta Directiva del Banco de la República (JDDBR) decidió

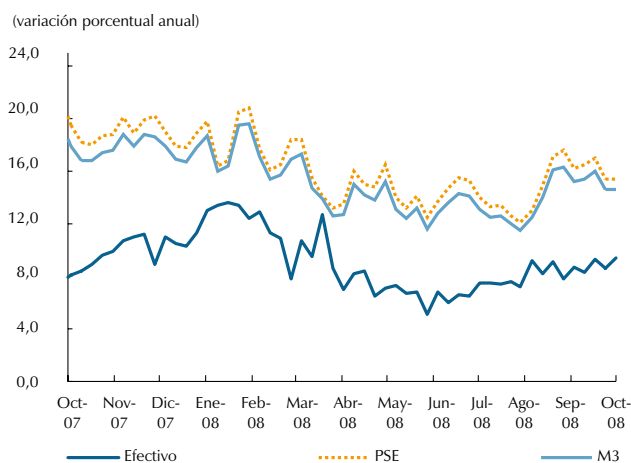
intensificar la acumulación de reservas internacionales¹¹. De la misma forma, con el objeto de neutralizar el efecto de expansión monetario de dichas compras de dólares, se decidió sustituir el encaje marginal por un esquema ordinario de 10%, el cual sería aplicado a partir de septiembre. Esto último significó un incremento del encaje ordinario y generó un aumento de demanda de reserva bancaria y de la base monetaria¹².

Gráfico 32
Base monetaria por usos



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

Gráfico 33
Agregados monetarios y depósitos



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

Fue así como en las últimas semanas de septiembre las nuevas exigencias de encaje llevaron a que la reserva bancaria registrara tasas anuales de crecimiento cercanas al 70%, acelerando el aumento de la base monetaria a incrementos anuales de 25%. Por su parte, la demanda de efectivo se ubicó en 9,5%, nivel que resulta coherente con el crecimiento nominal de la actividad económica (Gráfico 32).

En cuanto al agregado más amplio (M3), su evolución en el trimestre estuvo influenciada por los pagos de deuda realizados por el Gobierno. En efecto, el vencimiento de TES en agosto por cerca de \$5 b, los cuales fueron honrados con depósitos que tenía el Gobierno disponibles en el Banco de la República, generó un incremento en los depósitos de los bancos. Posteriormente, en septiembre la tasa de crecimiento de M3 volvió a desacelerarse. De esta forma, el mayor aumento en la tasa anual de M3 se dio en agosto, 16,3%, mientras que al finalizar septiembre se redujo a 14,6%. En las mismas fechas los PSE exhibieron el mismo comportamiento, cuya tasa más alta fue 17,6%, que luego disminuyó a 15,4%. Cabe anotar que los pasivos sujetos a encaje (PSE) representan el 88% del M3 (Gráfico 33).

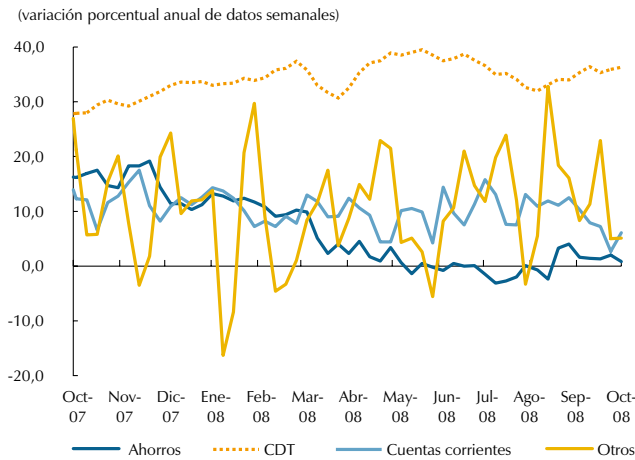
En el mercado de los depósitos la estrategia de las entidades financieras estuvo encaminada a captar CDT y bonos a largo plazo. Los cambios en el encaje, la mayor disponibilidad de recursos y las expectativas de inflación elevadas explican parte de esta estrategia, la cual estuvo focalizada especialmente a captar ins-

trumentos que no tenían requisitos de encaje (como por ejemplo CDT superiores a 180 días). De hecho, al terminar el trimestre la tasa anual de crecimiento de los

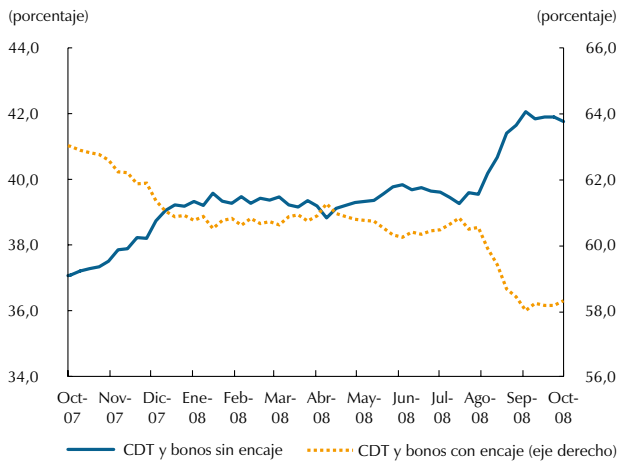
11 Se reemplazó el esquema de acumulación de reservas a través de opciones mensuales de US\$150 m, por compras mediante subastas competitivas por un monto de US\$20 m diarios.

12 El encaje de los depósitos a la vista se aumentó de 8,3% a 11,5% y el de los depósitos a plazo de 2,5% a 6,0%. Para más detalle véase el *Informe sobre Inflación* de junio de 2007, p. 40.

Gráfico 34
A. Total de los depósitos y sus principales componentes

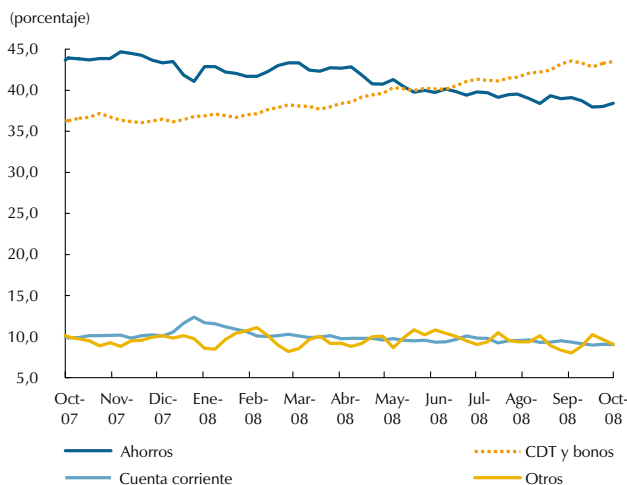


B. CDT y bonos con y sin encaje, participaciones



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

Gráfico 35
Composición de los pasivos sujetos a encaje (PSE)



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

CDT y bonos superó el 36%, y en su saldo, aquellos sin encaje pasaron de representar 39% en junio a cerca del 42% en septiembre (Gráfico 34).

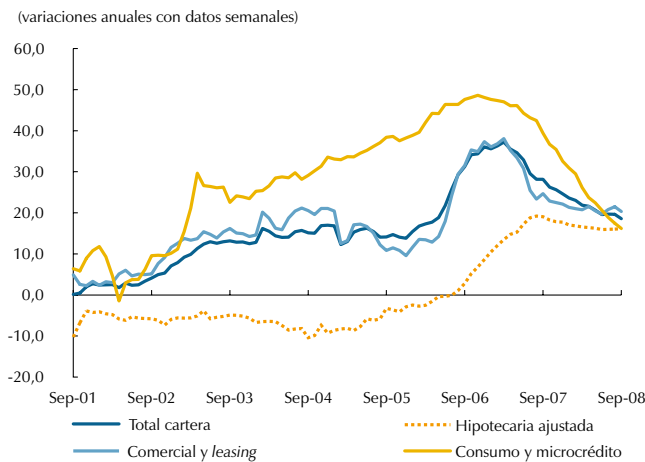
En cuanto a los ahorros, éstos continuaron estancados en niveles similares a los registrados en tercer trimestre de 2007, y sólo en algunas semanas de agosto del presente año mostraron tasas anuales de crecimiento positivas. Por lo anterior, dentro del total de depósitos, su participación en el último año descendió de 43,9% a 38,4%, mientras que los CDT aumentaron de 36,3% a 43,5% en el mismo período (Gráfico 35).

El 9 de octubre el Banco de la República suspendió la compra directa de divisas de US\$20 millones (m) diarios, que venía adelantando desde julio, redujo a cero el depósito para endeudamiento externo¹³ y reactivó la convocatoria de opciones de volatilidad para la tasa de cambio. Posteriormente, el 24 del mismo mes, con el fin de facilitar el buen funcionamiento de los mercados monetario y de crédito para fin de año, por unanimidad la JDBR decidió tomar las siguientes medidas:

- A partir del 19 noviembre se reducirá el encaje bancario de las cuentas corrientes y de ahorro, de 11,5% a 11%, y de los depósitos a término a plazos menores a 18 meses de 6% a 4,5%. Con esto en diciembre se pretende liberar recursos cercanos al billón de pesos.
- Se dispuso la compra de TES de manera definitiva por un monto inicial de \$500 mm, lo cual se aumentará de acuerdo con lo que equivalga en pesos la contracción ocasionada por la venta de divisas que se realicen por el sistema de opciones de volatilidad.
- Se decidió realizar subastas para otorgar liquidez transitoria mediante repos con plazos de 14 y 30 días.
- Se amplió de dos a tres semanas el cómputo del encaje para el cierre del año, para reducir las

13 Esta medida también la aplicó el Gobierno el 8 de octubre para los movimientos de portafolio de capital externo (Decreto 3913 del 8 octubre de 2008).

Gráfico 36
 Cartera bruta con *leasing* en moneda nacional



El crédito en Colombia continuó desacelerándose.

presiones en el mercado monetario por la demanda estacional de activos líquidos de fin de año.

- A partir del lunes siguiente al comunicado se cerró temporalmente la subasta de contracción mediante depósitos remunerados no constitutivos de encaje y se mantuvo abierta la ventanilla lombarda de contracción.

2. Crédito

En el tercer trimestre del presente año la moderación en la expansión de la cartera continuó, aunque a un menor ritmo. En efecto, mientras que en junio la cartera bruta total en moneda nacional, incluyendo *leasing* crecía alrededor del 19%, en la primera semana de octubre lo hizo al 18,2% (Gráfico 36).

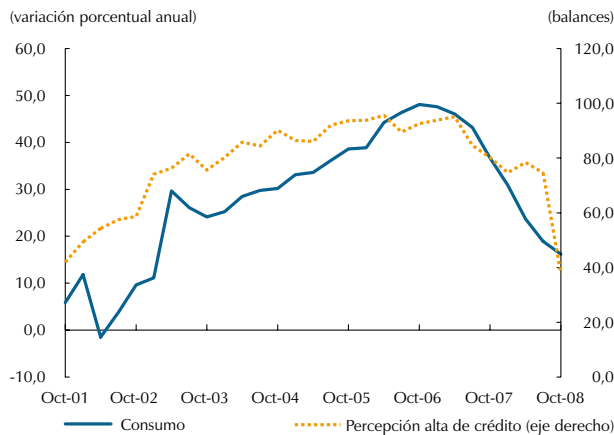
Por tipo de crédito, el de consumo registró un descenso en su tasa de crecimiento de 397 pb (de 19,4% a 15,5%) en el trimestre, continuando con su tendencia iniciada 20 meses atrás. Este comportamiento es coherente con los mayores niveles en las tasas de interés, con la desaceleración de la demanda interna y con los altos niveles de deuda de los consumidores en este tipo de préstamos.

La tendencia de la cartera comercial (incluye *leasing*), ha sido menos definida: pasó de crecer 18,4% en junio a 19,6% a finales de septiembre (Gráfico 36). En la de microcrédito, se aprecia un incremento elevado del orden de 26,5% anual para finales de septiembre, lo cual se explica, en parte, por disposiciones del Gobierno nacional¹⁴ de incrementar de 25 a 120 salarios mínimos el tope para acceder a estas líneas de crédito. Se entiende como microempresa a aquellas unidades económicas de hasta diez empleados y menos de quinientos salarios mínimos en activos. Por su parte, el crecimiento anual de la cartera hipotecaria ajustada con titularizaciones sigue sostenido en valores cercanos a 16% desde el pasado mes de junio.

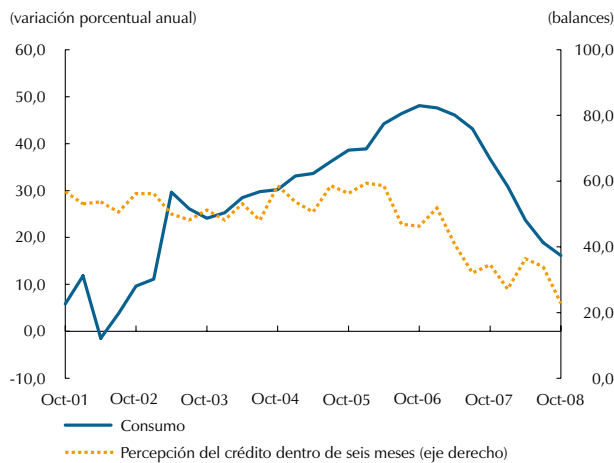
Con respecto a las expectativas, según la encuesta trimestral del Banco de la República, los agentes continúan percibiendo reducciones en la disponibilidad de crédito, de acuerdo con el comportamiento exhibido por la cartera de consumo (Gráfico 37, panel A). Para los próximos seis meses, los encuestados anticipan una disponibilidad de crédito menor que la actual (Gráfico 37 panel B).

14 Ministerio de Hacienda, Decreto 919 de 2008.

Gráfico 37
A. Cartera de consumo y percepción alta de crédito

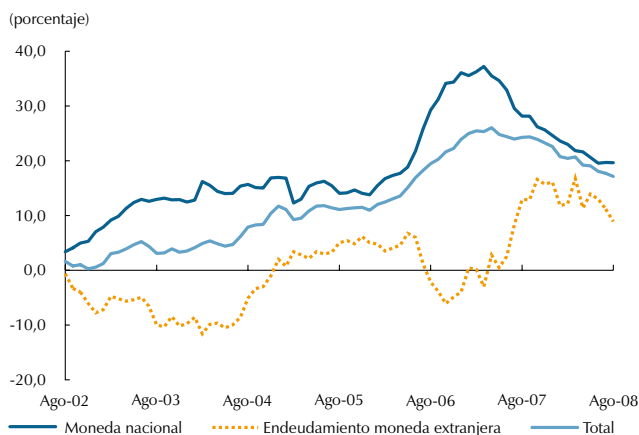


B. Cartera de consumo y percepción del crédito dentro de seis meses



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

Gráfico 38
Crédito del sistema financiero y endeudamiento externo del sector privado



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

En cuanto al endeudamiento externo, que incluye el crédito en moneda extranjera del sistema bancario local y la financiación externa directa del sector privado¹⁵, en agosto su monto ascendió a US\$17.296 m, con una tasa anual de crecimiento de 9%. Cuando se unen los dos tipos de crédito, es decir, aquellos realizados en moneda nacional y los tomados en moneda extranjera, su crecimiento en agosto se situó en 17% (Gráfico 38). Para lo que resta del año, si las restricciones de crédito externas se acentúan y se incrementan las expectativas de devaluación del peso, es factible que se presente algún tipo de sustitución de créditos comerciales en dólares hacia deuda en pesos.

3. Tasas de interés y precio de activos

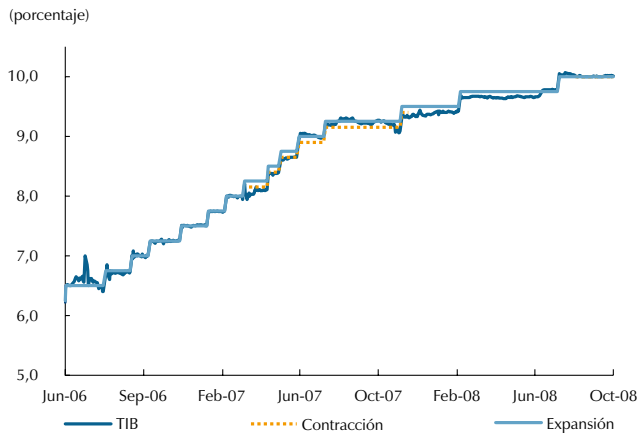
El incremento en la inflación, el aumento de sus perspectivas para el próximo año y la importancia de anclar las expectativas a una senda de inflación en descenso, fueron los principales motivos por los cuales en su reunión del 22 de julio la JDBR decidió incrementar la tasa de interés de referencia de 9,75% a 10%. En las sesiones de agosto, septiembre y octubre, la tasa de interés de política se dejó inalterada, decisiones que estuvieron acordes con lo esperado por el promedio del mercado, según las encuestas realizadas a expertos del sector financiero.

En el mercado interbancario, como ha sido usual, el comportamiento de la tasa de interés interbancaria (TIB) estuvo atado a los movimientos de la tasa de política (Gráfico 39). En cuanto a la evolución de las tasas nominales de captación y de colocación, las primeras tuvieron una dinámica creciente mientras que las de crédito tuvieron una tendencia mixta.

En el presente trimestre la tasa promedio de interés de captación de CDT se incrementó 41 pb, alcanzando a septiembre un registro de 10,4%. Este aumento se explica tanto por el incremento de la tasa de política como por la estrategia de captación de depósitos a plazos mayores a 18 meses. El desplazamiento de la captación a

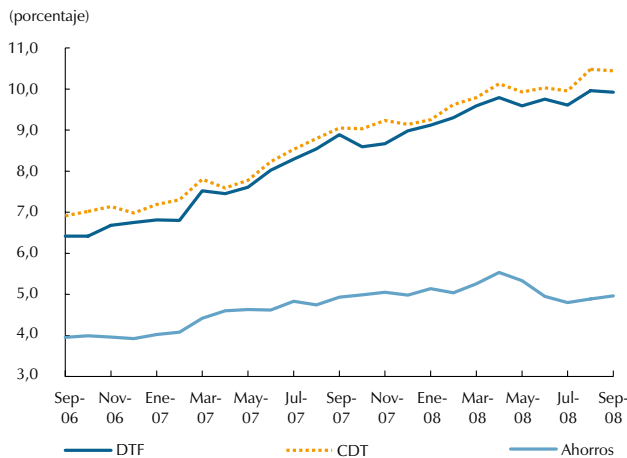
15 Mediante créditos bancarios, créditos comerciales, leasing y colocación de títulos en los mercados internacionales.

Gráfico 39
Tasa de interés de subasta y de expansión del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB), 2006-2008



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

Gráfico 40
Tasas de interés de CDT, DTF y ahorro



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

plazos más largos también contribuyó para que se presentara un menor ajuste del indicador DTF (90 días), el cual aumentó 17 pb durante el trimestre y se situó en 9,92%. Otro efecto fue la estabilidad de las tasa interés de ahorro en tasas cercanas al 5% en el mismo período (Gráfico 40 y Cuadro 8).

Por el lado de las tasas de interés activas, su promedio ponderado, según la metodología del Banco de la República, aumentó 26 pb en el trimestre. Las tasas de interés que aumentaron fueron las de créditos hipotecarios (79 pb), las de préstamos preferenciales (40 pb) y las de créditos ordinarios (9 pb), y se situaron a septiembre en 17,16%, 14,95% y 17,60%, respectivamente (Cuadro 8 y Gráfico 41). En el caso de las tasas de interés para vivienda, es factible que el aumento de la UVR por motivos de inflación y su equivalencia con las tasas otorgadas en pesos explique parte del incremento de las tasas en este sector.

Por su parte, las tasas de tarjetas de crédito, consumo y tesorería disminuyeron en su orden 41 pb, 12 pb y 6 pb, y se ubicaron en septiembre en 31,45%, 25,81% y 13,49% respectivamente. Como se ha explicado en informes anteriores, el comportamiento de la tasa de interés cobrada en las tarjetas de crédito, es determinado principalmente por la tasa de usura, motivo el cual su nivel puede seguir disminuyendo en una magnitud similar a la rebaja aplicada a la tasa de usura¹⁶ (Gráfico 42).

Al igual que en la mayoría de los países, el mercado de valores colombiano se contagió de la crisis financiera

Cuadro 8
Tasas de interés promedio mensual

	Nominales						Reales (IPC sin alimentos)						
	Abr-06	Dic-07	Jun-08	Sep-08	Variación trim.	Variación Abr-06 a Ago-08	Abr-06	Dic-07	Jun-08	Sep-08	Variación trim.	Variación Abr-06 a Ago-08	
Tasas de captación													
Ahorro ordinario	3,6	5,0	5,0	5,0	0,0	1,4	0,1	0,5	0,1	(0,2)	(0,2)	(0,3)	
CDT	6,2	9,1	10,0	10,4	0,4	4,3	2,5	4,5	4,9	5,0	0,1	2,5	
DTF	5,9	9,0	9,7	9,9	0,2	4,0	2,3	4,4	4,6	4,5	(0,1)	2,2	

16 Su reducción fue de 74 pb que estará vigente hasta el último trimestre del año.

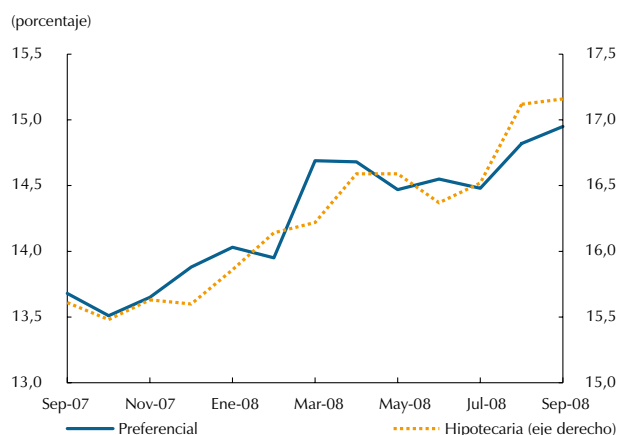
Cuadro 8 (continuación)
Tasas de interés promedio mensual

	Nominales						Reales (IPC sin alimentos)					
	Abr-06	Dic-07	Jun-08	Sep-08	Variación trim.	Abr-06 a Ago-08	Abr-06	Dic-07	Jun-08	Sep-08	Variación trim.	Abr-06 a Ago-08
Tasas de colocación												
Tasa de colocación del Banco de la República	12,9	16,6	17,1	17,4	0,3	4,4	9,1	11,7	11,6	11,6	(0,0)	2,5
Consumo	21,1	25,2	25,9	25,8	(0,1)	4,7	17,0	19,9	20,0	19,6	(0,4)	2,6
Ordinario	15,4	17,1	17,5	17,6	0,1	2,2	11,4	12,1	12,0	11,8	(0,2)	0,4
Hipotecaria	13,9	15,6	16,4	17,2	0,8	3,3	10,0	10,7	10,9	11,4	0,5	1,4
Preferencial	8,7	13,9	14,5	14,9	0,4	6,2	5,0	9,0	9,2	9,3	0,1	4,3
Sobregiro	23,8	30,0	0,0	0,0	0,0	(23,8)	19,6	24,5	24,2	23,8	(0,4)	4,2
Tarjeta	24,0	30,2	31,9	31,5	(0,4)	7,4	19,8	24,7	25,7	25,0	(0,7)	5,2
Tesorería	7,7	12,6	13,5	13,5	(0,1)	5,8	4,0	7,8	8,2	7,9	(0,3)	3,9
TIB	5,9	9,3	9,7	10,0	0,3	4,1	2,3	4,7	4,5	4,6	0,1	2,3
Subasta de expansión	6,0	9,5	9,8	10,0	0,3	4,0	2,4	4,9	4,6	4,6	(0,0)	2,2
Tasa de usura	25,1	31,9	32,9	32,3	(0,6)	7,1	20,9	26,3	26,7	25,8	(0,9)	4,9

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

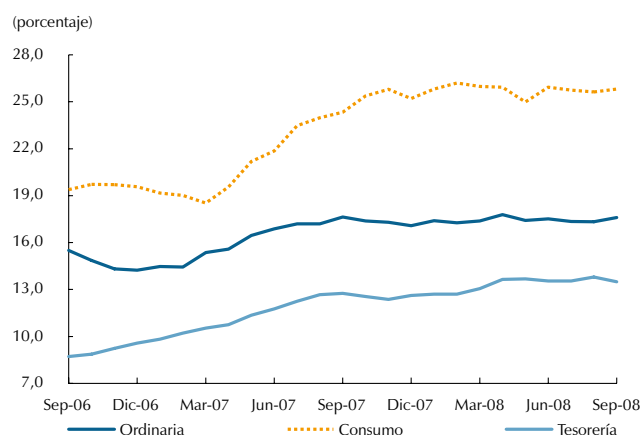
Gráfico 41
Tasas de interés según tipo de cartera

A. Hipotecaria y preferencial



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

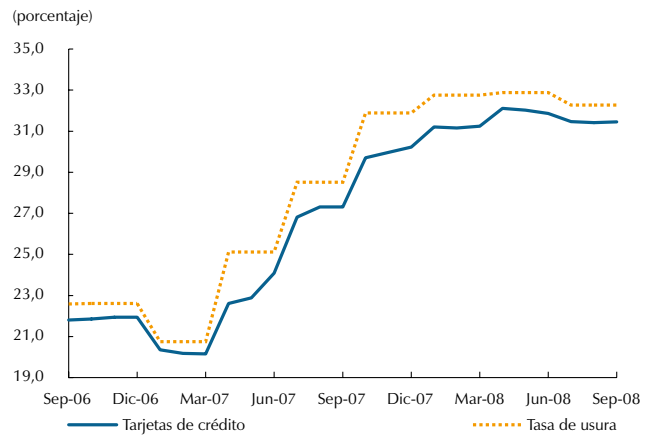
B. Ordinaria, consumo y tesorería



internacional y presentó fuertes desvalorizaciones. El índice general de la Bolsa de Colombia (IGBC) al 18 de octubre había descendido a 7.596, cayendo 1.960 puntos (20%) frente al valor registrado el 12 de septiembre, día laboral anterior a la quiebra de Lehman Brothers. En las mismas fechas las tasas de negociación de TES se elevaron, especialmente en los plazos más largos. Por ejemplo, el título con vencimiento en julio de 2020 aumentó 124 pb y se tranzó el 18 de octubre a 12,79% (Gráfico 43).

El mercado de valores colombiano se contagi3 de la crisis internacional.

Gráfico 42
Tasa de interés de la cartera de consumo para los hogares



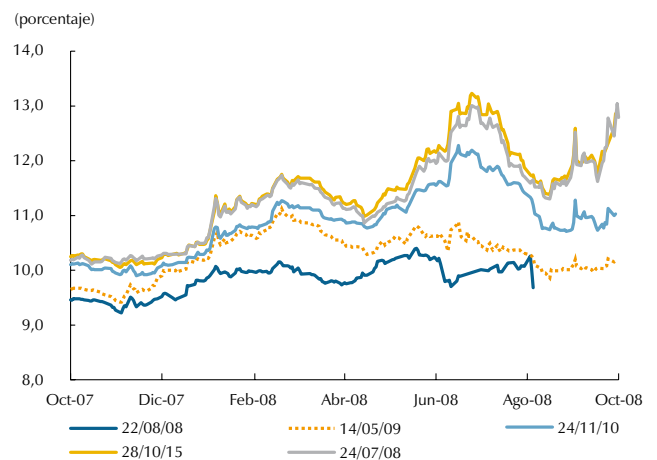
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

En agosto, la exposición del sistema financiero colombiano a los "títulos t3xicos" era baja (Recuadro 2).

Gráfico 43
A. Índice general de la Bolsa de Valores de Colombia



B. Tasas de interés nominales de los TES, mercado secundario



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

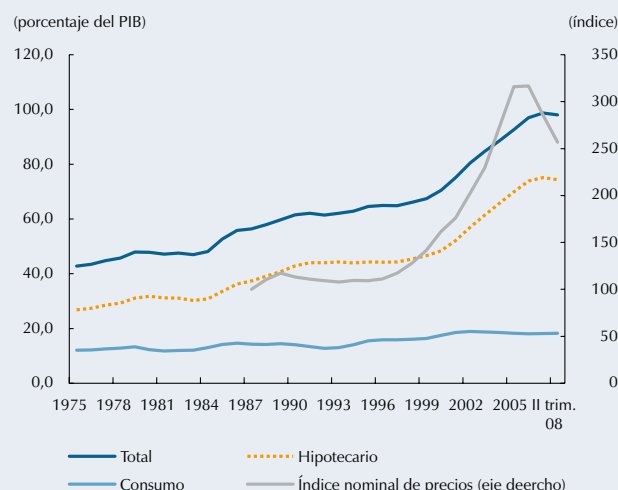
Recuadro 2 LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL Y EL SISTEMA FINANCIERO EN COLOMBIA

Carlos Huertas
Luis H. Calderón*

Si el mercado internacional percibe que en Colombia están dadas las condiciones para que ocurra una crisis financiera similar a la presentada en los Estados Unidos, ello podría ser un canal de contagio que generaría salidas de capitales, con efectos sobre la tasa de cambio, la inflación y el crecimiento (Recuadro 2). En este recuadro se argumenta que a dicho canal se le puede asignar una probabilidad baja de ocurrencia, ya que hasta el momento el sistema financiero tiene una baja exposición a los denominados “activos tóxicos”, contrario a la situación de los bancos en los Estados Unidos y otras economías desarrolladas.

Desde comienzos de la presente década, los Estados Unidos experimentaron un aumento significativo del crédito, lo que generó un auge en el mercado de vivienda y, por consiguiente, un incremento de precios en dicho sector (Gráfico R2.1). Ello incentivó negocios de titularizaciones de cartera hipotecaria mediante instrumentos financieros sofisticados que fueron comercializados a lo largo de todo el mundo. Fue así como la posterior caída en los precios de la vivienda en la mayor economía del mundo originó la quiebra de varios bancos de inversión y comerciales, los cuales se encontraban

Gráfico R2.1
Estados Unidos: deuda de los hogares y precios de la vivienda usada



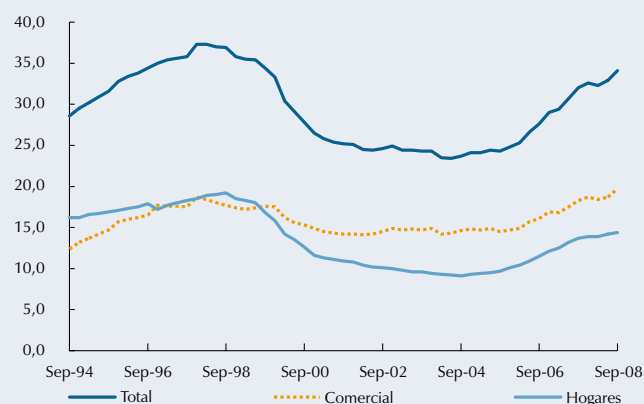
Fuente: FED y S&P/Case-Sciller.

fuertemente apalancados y con balances altamente expuestos a dichos títulos hipotecarios.

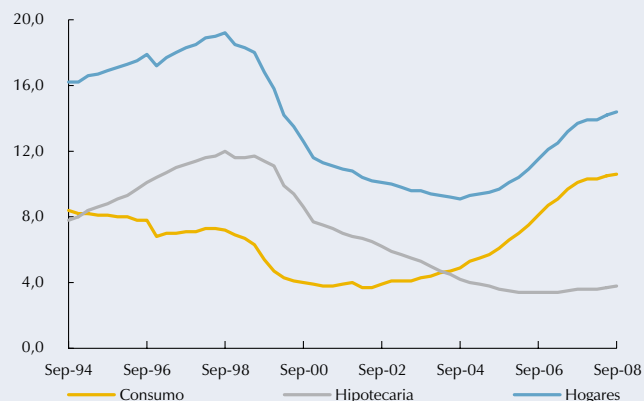
En el caso colombiano el auge de oferta de crédito que se dio desde finales de 2005 fue dirigido hacia créditos de consumo y comerciales. Con respecto a la cartera hipotecaria, su crecimiento fue muy leve e incluso su nivel actual (\$14,4 b) puede considerarse como históricamente bajo como proporción del PIB (gráfico R2.2, panel A y B). Adicionalmente, la expansión de las carteras comercial y de consumo se viene desacelerando desde mediados 2007, especialmente esta última, que inició dicho proceso en noviembre de 2006, y actualmente presenta una tasa anual del 15%.

Gráfico R2.2
Colombia: cartera como porcentaje del PIB

A. Total, comercial y hogares



B. Consumo, hipotecaria y hogares



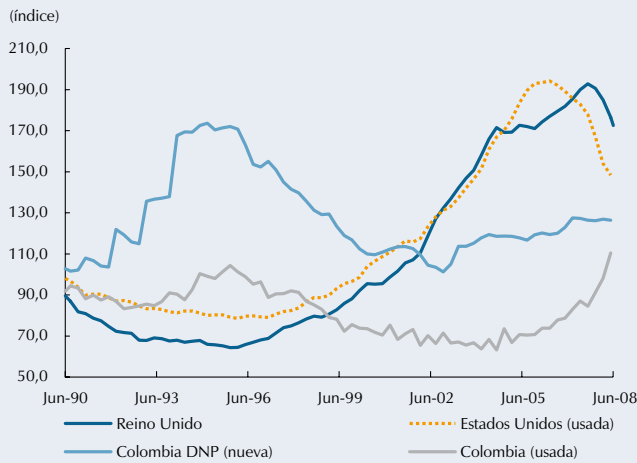
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

* Los autores son director y profesional experto del Departamento de Programación e Inflación, respectivamente. Las opiniones son de exclusiva responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Por su parte, aunque en los últimos tres años el precio de la vivienda en Colombia en términos reales ha mostrado una recuperación importante, el crecimiento real promedio anual del índice de precios de la vivienda usada (IPVU) entre

1989 y junio de 2008 fue de 1,1%, cifra similar a las reportadas por otras economías en épocas consideradas normales. Por ejemplo, el crecimiento real promedio entre 1988 y 2000 de la vivienda en los Estados Unidos fue de 0,5%, y entre 1976 y 2000 en Inglaterra fue de 1,7%. Si para estos dos países se suma el período de auge, observado entre 2000 y 2007, dichos promedios se incrementan a 2,3% y 3,3%, respectivamente (Gráfico R2.3).

Gráfico R2.3
Índice de precios de la vivienda relativo al IPC



Fuentes: S&P / Case Shiller Index, DNP, Banco de la República y Banco de Inglaterra.

Con respecto a los balances del sistema financiero colombiano y su exposición a los denominados “títulos tóxicos” emitidos en los Estados Unidos, la información hasta agosto muestra un riesgo bajo. De hecho, el sistema financiero¹ sólo tenía el 6% de sus activos en moneda extranjera (Cuadro R3.1). Por su parte, las entidades de crédito, que es el grupo más grande en este sector, reflejó en sus balances solamente un 1,5% (\$2,5 b) de sus activos en una moneda diferente al peso, y parte de estos con bajo riesgo de contraparte (p. e. efectivo o títulos emitidos por algún gobierno). Un caso similar ocurre con los fondos de pensiones obligatorias, que son las entidades que le siguen en tamaño según el nivel de activos (Cuadro R2.2).

Otra característica importante de la crisis financiera en los Estados Unidos ha sido un incremento significativo en la percepción del riesgo de contraparte, el cual se ha reflejado en un aumento de la tasa de interés interbancaria. En el caso colombiano, este hecho no se ha dado, ya que la tasa interbancaria interna se ha movido a la par con la tasa de interés de política del Banco de la República (Gráfico R2.4), y las otras tasas de mercado a diferentes plazos tampoco han registrado cambios significativos.

Con respecto a la financiación externa de las entidades de crédito, las cifras a agosto dan cuenta de una deuda de US\$3.342 m, de la cual \$US2.283 m son créditos menores

Cuadro R2.1
Portafolio de activos externos del sistema financiero según instrumento

Tipo de inversión	Entidades de crédito	Fogafín	Fondos de pensiones obligatorias	Fondos de pensiones voluntarias	Fondos de cesantías	Compañías de seguro
Efectivo	3,6					
Activos en moneda legal (Banco Mundial)	2,9					
Depósitos en el exterior	1,3					
Corresponsales	36,2					
Fondos interbancarios	38,1					
Acciones con baja bursatilidad	12,1					
Inversiones en títulos	5,9					
Tit emit aval o gar por bancos del exterior		39,2				35,7
Tit emitidos por residentes en el exterior						14,3
Riesgo soberano		60,8	12,5	6,1	13,8	43,0
Renta fija y money market			24,1	20,6	25,3	
Fondos de inversión			55,2	73,2	50,5	5,3
Fondo acciones y acciones			7,2	0,1	10,5	1,7
Lehman Brothers			1,1			
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuentes: DANE y Banco Mundial.

1 Que incluye entidades de crédito, fondos de pensiones, aseguradoras y Fogafín.

Cuadro R2.2
Sistema financiero en Colombia
Inversiones en moneda extranjera como proporción del total de activos
Balances a agosto de 2008

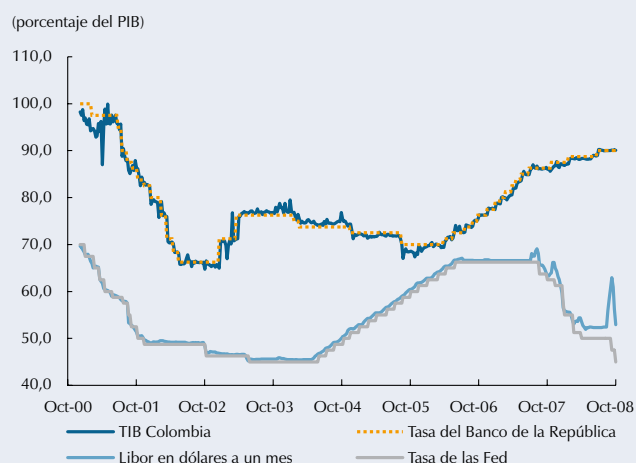
Entidad	Valor inversiones en moneda extranjera (miles de millones de pesos) (a)	Total activo (miles de millones de pesos) (b)	Proporción (a)/(b)
Fondos de pensiones ^{a/}	5.701,1	56.586,4	10,1
Fogafín ^{b/}	4.790,2	8.350,6	57,4
Entidades de crédito ^{b/}	2.494,8	161.959,2	1,5
Fondos de pensiones voluntarias ^{a/}	1.155,5	7.207,8	16,0
Seguros ^{b/}	890,4	16.612,4	5,4
Fondos de cesantías ^{a/}	295,7	4.363,4	6,8
Total	15.327,7	255.079,7	6,0

a/ Portafolio total.

b/ Activo total.

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

Gráfico R2.4
Estados Unidos y Colombia: tasa de interés de los bancos centrales



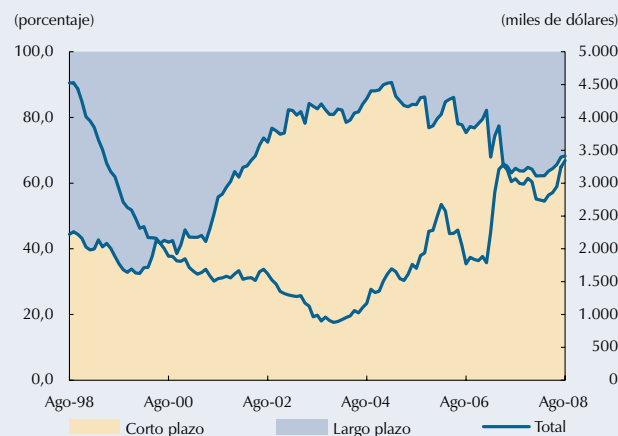
a un año (Gráfico R2.5). Estas cantidades no alcanzan a ser el 5% del total de M3 y son menores al total de inversiones en TES que tiene el sistema financiero. Con esto, si el sistema financiero en Colombia sufre un corte de sus líneas de crédito externas, dichas necesidades de liquidez podrían ser suplidas con repos en pesos con el Banco de la República.

Sin embargo, si las restricciones internacionales de crédito persisten, y las tasas de interés se mantienen elevadas, el costo de financiación externo del sistema financiero colombiano se podría incrementar y terminar afectando tanto a las empresas como a los hogares a través de una mayor tasa de interés de crédito.

Por todo lo anterior, junto con otros indicadores del desempeño bancario, como el moderado porcentaje de la cartera en riesgo, los mejores niveles de provisiones, las altas utilidades, y un sistema regulatorio más idóneo, hacen pensar que con cifras a agosto, la salud del sistema financiero en Colombia aún no presenta riesgo para la economía de nuestro país².

Así, es probable que la difusión de la crisis financiera internacional hacia la economía nacional se dé por otras vías, tales como: mayores costos del financiamiento externo, disminución de los flujos de inversión extranjera directa, una demanda externa más débil, menores ingresos por remesas, entre otros.

Gráfico R2.5
Deuda externa del sistema financiero



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

2 En el *Reporte de Estabilidad Financiera* de septiembre de 2008 se puede encontrar un análisis completo de la salud del sistema financiero.

III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

Las perspectivas sobre crecimiento mundial han resultado seriamente comprometidas a raíz de crisis financiera.

A diferencia del informe anterior, para éste se estima una importante reducción en los riesgos inflacionarios a nivel mundial, dado el menor crecimiento y los menores precios de materias primas. En ese entorno, Colombia podría ver reducidas las entradas de capital.

En Colombia las proyecciones de crecimiento también cayeron, lo cual sugiere pocas presiones inflacionarias de demanda hacia futuro.

Lo anterior, junto con los menores precios de materias primas, permiten confiar en una reducción de la inflación interna en 2009. Sin embargo, los efectos de segunda ronda, las expectativas altas y una depreciación fuerte del peso podrían atenuar el descenso.

A. CONTEXTO INTERNACIONAL

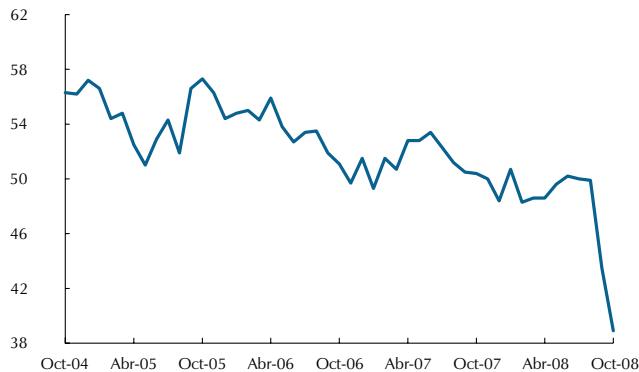
En el plano internacional los acontecimientos del último mes han revelado una crisis financiera más profunda de lo que se había considerado en informes anteriores. Estos sucesos externos han significado un derrumbe de buena parte de la arquitectura financiera mundial y la consolidación de fuertes restricciones crediticias (*credit crunch*) para un amplio número de economías desarrolladas y emergentes, lo cual puede tener efectos duraderos sobre el desempeño económico global.

Las economías de los Estados Unidos y la zona del euro se encontraban en recesión en el tercer trimestre.

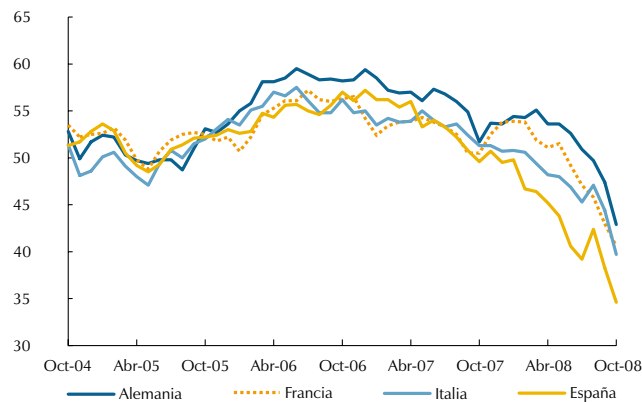
A pesar de las intervenciones en materia de política fiscal y monetaria de las autoridades económicas de los Estados Unidos y Europa, la inestabilidad y desconfianza en el mercado no ha podido recuperarse. En ese entorno, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial se han reducido fuertemente. Algunos indicadores de la actividad real ya muestran un deterioro marcado, que lleva a pensar que, por ejemplo, economías como la de los Estados Unidos y la de la zona del

Gráfico 44
Índice de producción manufacturera en los Estados Unidos
y en Europa

A. En los Estados Unidos ^{a/}



B. En Europa ^{b/}



a/ Corresponde al ISM manufacturero: Institute for Supply Management's Manufacturing Index.

b/ Corresponde al PMI: Purchasing Managers Index.

Fuentes: Bloomberg, Datastream.

Gráfico 45
Índice de confianza del consumidor de los Estados Unidos ^{a/}
(US Conference Board)



a/ Datos al 31 de octubre de 2008.

Fuente: Bloomberg.

euro se encuentran en recesión. En la zona del euro, Reino Unido y los Estados Unidos los índices de producción manufacturera han disminuido fuertemente en los últimos meses (gráficos 44 y 45). Otros indicadores como el índice de producción manufacturera y los de las ventas minoristas y de vehículos también se han contraído en los últimos meses y se mantienen en niveles bajos.

En los Estados Unidos, específicamente, aunque en el segundo trimestre la actividad económica se expandió 2,8% trimestral anualizado, las perspectivas de crecimiento para el tercero y sobre todo para el cuarto trimestre son preocupantes¹⁷. Los estímulos fiscales que sostuvieron el gasto en la primera mitad del año difícilmente podrán mantenerse en el futuro, pues perjudicarían aún más unas finanzas públicas que ya están bastante deterioradas. Así mismo, la mejora presentada en el sector externo en la primera mitad del año al parecer no se observará en lo que resta del año y en 2009, dada la desaceleración mundial prevista y el fortalecimiento del dólar. Además, debe tenerse en cuenta que las restricciones de crédito, las cifras del mercado laboral, los precios de la vivienda y la percepción del consumidor han empeorado. Por ejemplo, la confianza del consumidor en el mes de octubre se situó en el nivel más bajo desde 1967, primer año para el que se tiene información¹⁸ (Gráfico 45).

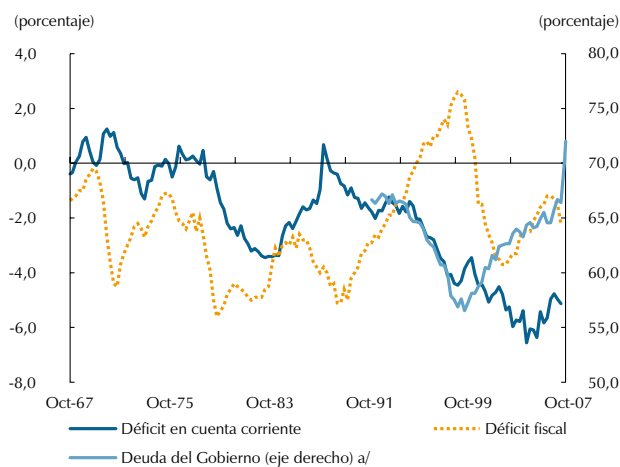
Así las cosas, existe una probabilidad creciente de que la economía de los Estados Unidos se encamine hacia una fase de retroceso económico, que se extendería por varios trimestres. Es también cada vez más probable que la recesión que se avecina sea de una profundidad mayor que la observada en los episodios de declive de los últimos dieciocho años, pudiendo corresponder en magnitud a la reportada a comienzos de los años ochenta.

17 Cuando se escribía este informe se conoció la cifra provisional para el crecimiento de los Estados Unidos, en el tercer trimestre, la cual fue de -0,3%. De esta manera se confirman las previsiones sobre una considerable contracción de la actividad económica en ese país.

18 La tasa de desempleo fue 6,1% en septiembre de 2008, y la variación anual del índice de precios de vivienda (*Case Shiller Composite 20*) fue de -16,6%, en agosto de 2008.

Igualmente, hay una probabilidad alta de que la recesión tienda a agravar los problemas del sistema financiero estadounidense y en general en muchos países de las economías desarrolladas y emergentes. Al choque inicial por la crisis de la deuda hipotecaria y de los derivados asociados con ellas (crisis *subprime*) le podrán seguir otros golpes en la medida en que las economías se contraigan. Es particularmente alto el riesgo que enfrentan las deudas de consumo ante el probable aumento del desempleo, junto con las restricciones y el encarecimiento del crédito. Así, los problemas del sistema financiero pueden continuar ampliándose por buen tiempo, pudiendo caer en un círculo vicioso de los malos desempeños del sector financiero y del sector real.

Gráfico 46
Desbalances macroeconómicos en los Estados Unidos



a/ Deuda pública para 2008 fue calculada teniendo en cuenta el programa de salvamento al sistema financiero por US\$700 billones.
Fuentes: Bloomberg y Datastream.

Esta situación también podría comprometer aún más la estabilidad de las finanzas públicas en los Estados Unidos y en otros países desarrollados, en la medida que sus gobiernos han anunciado avales para garantizar los depósitos en el sistema financiero. En el caso de los Estados Unidos, por ejemplo, se estima que el programa de salvamento aprobado por el congreso de ese país por US\$700 mm, puede significar un aumento de la deuda del gobierno federal de 67% a 75% del PIB (Gráfico 46).

Dada la situación descrita, para este informe se decidió revisar fuertemente a la baja los pronósticos de crecimiento para la economía estadounidense, en 2008 y 2009, frente a lo que se tenía previsto antes. En concreto, por lo menos se anticipa una contracción económica en ese país desde la segunda mitad del presente año hasta mediados de 2009. Esto conduciría a una expansión

del PIB entre 1,3% y 1,4% para todo 2008, lo cual supone un crecimiento negativo para el segundo semestre. Para 2009 se pronostica una caída que estaría en un rango entre -0,2% y -1,4%, aunque dadas las noticias recientes es cada vez mayor la probabilidad de que el escenario más negativo se materialice (Cuadro 9).

En cuanto a la zona del euro, el Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta para 2008 y 2009 un crecimiento de 1,3 % y 0,2%, respectivamente; lo que también significa alguna contracción del producto entre la segunda mitad de este año y la primera mitad del que sigue. Sin embargo, para este informe no se descarta que dichos pronósticos sean revisados a la baja. Algo similar sucede con Japón, en donde el FMI espera crecimientos de 0,7% en 2008 y 0,5% en 2009, también con una contracción en los próximos trimestres (Cuadro 9).

En este informe se espera un crecimiento para los Estados Unidos entre 1,3% y 1,4% para todo 2008 y entre -0,2% y -1,4% para todo 2009.

Para las economías emergentes el escenario anterior supone riesgos de desestabilización económica y un deterioro marcado en el crecimiento, mucho mayores que los que se previeron en informes pasados. Las desvalorizaciones en las bolsas y la depreciación acentuada en las monedas frente al dólar, reportadas sobre todo durante septiembre y octubre, son una señal de esto (véase Capítulo II).

Cuadro 9
Evolución de los pronósticos de crecimiento real de nuestros socios comerciales

	2006	2007	Proyecciones	
			2008	2009
Principales socios				
Estados Unidos*	2,8	2,0	(1,4 y 1,3)	(-0,2 y -1,4)
Zona del euro*	2,8	2,6	1,4	(0,0 y -1,0)
Venezuela*	10,3	8,6	5,7	(3,0 y 0,0)
Ecuador*	3,9	2,0	(3,0 y 2,5)	(1,0 y 0,5)
Otros socios				
Japón	2,4	2,1	0,7	0,5
China	10,4	11,2	9,7	9,3
Perú	7,6	9,0	8,9	6,5
México	4,8	3,2	2,2	2,0
Chile	4,3	5,1	4,2	3,6
Argentina	8,5	8,7	6,4	3,8
Brasil	3,8	5,4	5,2	3,5
Bolivia	4,8	4,6	5,3	5,0
Países desarrollados	3,0	2,6	1,5	0,5
Países en desarrollo	7,9	8,0	6,9	6,1
Total mundial	5,1	5,0	3,9	3,0

*El rango de pronóstico viene dado por nuestros dos escenarios: uno en la que la recesión económica en los Estados Unidos es moderada (piso del intervalo), y otro en la que es fuerte (techo del intervalo).

Fuentes: Bloomberg, Latin Focus Concesus Forecast, FMI y Banco de la República.

Hasta el segundo trimestre el desempeño de las economías de la región presentaba algunas divergencias: mientras que Colombia, Brasil y Chile mostraban una desaceleración de su actividad económica, otras mantuvieron un nivel aceptable. Perú, específicamente, ha tenido un buen comportamiento y se ha convertido en la economía con mayor nivel de crecimiento en la zona.

Para Venezuela el aumento de la actividad económica durante el segundo trimestre de 2008 fue de 7,1%, el cual fue más alto que lo esperado por el mercado. Gran parte de la expansión estuvo impulsada por sectores como la construcción y las comunicaciones, que se dieron en un contexto de muy altos precios del petróleo. La demanda interna, por su parte, creció 8,9% y estuvo impulsada, sobre todo por el gasto de consumo realizado por el gobierno, lo que compensó la desaceleración marcada del gasto de los hogares, la cual ya se había observado desde comienzos de año. La inversión total se mantuvo en niveles muy bajos, comparada con los dos años anteriores, algo que también se presentó en el primer trimestre.

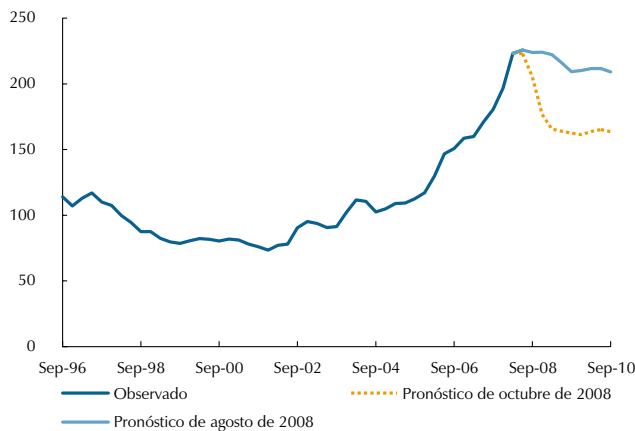
Varios países emergentes empiezan a mostrar efectos de la crisis financiera global.

Durante el tercer trimestre de este año ya varios países emergentes empezaron a acusar los efectos de la crisis financiera global en sus ritmos de crecimiento. En China, por ejemplo, diversos indicadores como el *purchasing managers Index* (PMI, Por su sigla en inglés) manufacturero y el índice de producción industrial

(IP) muestran una desaceleración significativa¹⁹. Estas tendencias deberán prolongarse hacia el cuarto trimestre del año y durante 2009, por lo cual se han reducido sus pronósticos de crecimiento (Cuadro 9).

Para los países de la subregión la caída en los precios de las materias primas unido al menor crecimiento mundial, de mantenerse, puede llevar a un golpe importante en la solidez de sus sectores externos y en su estabilidad fiscal. Además de la colombiana, otras economías vulnerables son las de Venezuela y Ecuador, dos de nuestros principales socios comerciales. Para la primera economía, en este informe ajustamos las proyecciones a la baja; así, para el próximo año se espera un crecimiento en un rango entre 0% y 3% (en el informe anterior el pronóstico estaba alrededor de 4%), lo cual está determinado por la profundidad de la crisis externa y por los pronósticos del precio del petróleo.

Gráfico 47
Índice de precios del total de *commodities*, sin petróleo (WCF)



Fuente: Economist Intelligence Unit.

En línea con las menores proyecciones de crecimiento mundial ya señaladas, en este informe se disminuyeron fuertemente las expectativas para los precios de los bienes básicos (*commodities*), los cuales han presentado caídas pronunciadas en las últimas semanas. Siguiendo las previsiones de The Economist Intelligence Unit (EIU) se espera que durante lo que resta del año y durante la primera mitad del próximo los precios de los productos básicos sin energía continúen disminuyendo, y de esta manera se retorne a niveles similares a los observados en 2007. Con esto, se espera que a mediados de 2009 acumulen una caída de 21,1% con respecto al pico registrado a mediados de 2008 (Gráfico 47).

Para el petróleo, en el informe anterior las proyecciones eran sustancialmente mayores (de US\$120 por barril en promedio para 2009), en este informe esperamos que el precio promedio del WTI en 2008 sea de US\$105,6, lo que implicaría niveles por debajo de los US\$90 en lo que resta del año. Para 2009 los nuevos pronósticos se sitúan entre US\$60 y US\$85 para el West Texas Intermediate (WTI) (Cuadro 10). Este rango supone que no hay esfuerzos importantes por parte de los países exportadores para restringir la oferta, o que estos esfuerzos van a resultar infructuosos. El techo y el piso de este intervalo están asociados con los pronósticos para el crecimiento en los Estados Unidos, tal y como se señaló anteriormente.

Con la caída observada y esperada en los precios de las materias primas, sumadas al menor crecimiento mundial, los riesgos de inflación en el mundo están cediendo de manera considerable. En septiembre las cifras de inflación al consumidor estadounidense ya mostraban una reducción de la inflación más fuerte que la prevista

19 El PMI manufacturero se encuentra en 44,6 para el mes de octubre, su valor más bajo desde que se cuenta con información (enero de 2005), y la variación anual de la producción industrial se redujo de 12,8% en agosto a 11,4% en septiembre.

Cuadro 10
Precios internacionales

Producto	2005	2006	2007	Proyección para 2008		Proyección para 2009 ^{d/}	
				Actual ^{a/}	Anterior ^{b/}	Escenario A	Escenario B
Café (ex dock) (dólares por libra)	1,20	1,18	1,26	1,44	1,40	1,28	1,00
Petróleo WTI (dólares por barril)	56,6	66,1	72,3	105,6	125,0	85,0	60,0
Petróleo colombiano (dólares por barril) ^{c/}	49,8	58,3	66,2	98,9	118,3	79,5	54,5
Carbón (dólares por tonelada)	47,8	48,0	50,8	68,6	73,2	68,6	55,9
Ferróniquel (dólares por libra)	2,4	3,6	5,5	3,4	3,7	2,5	1,9
Oro (dólares por onza troy)	445	605	697	915	912	936	1000

a/ Balanza de pagos estimada en octubre de 2008.

b/ Balanza de pagos estimada en julio de 2008.

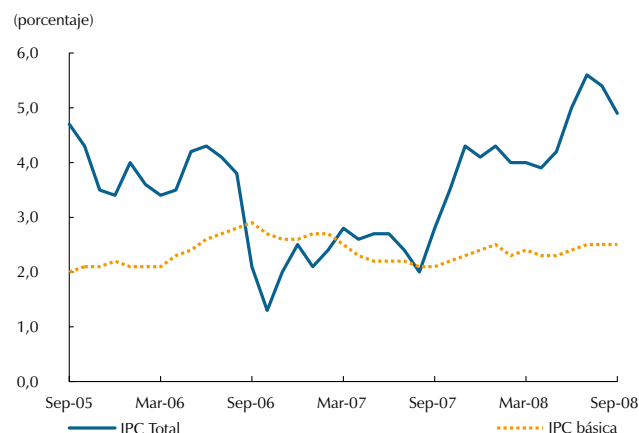
c/ Precio promedio de crudos exportados por Colombia que supone un precio promedio WTI de US\$105,6 en 2008.

d/ Los escenarios A y B corresponden a una recesión financiera en los Estados Unidos moderada y a una fuerte respectivamente.

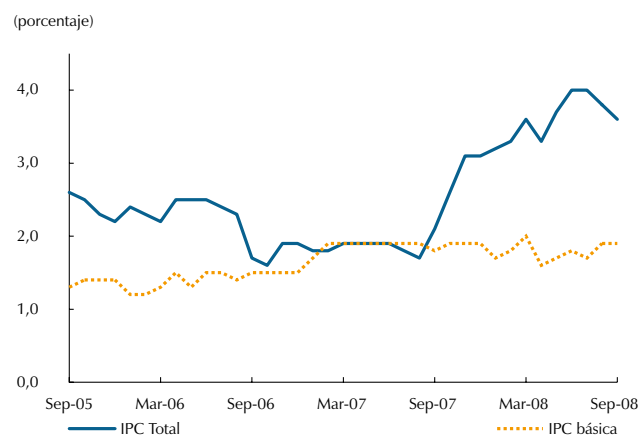
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 48
Inflación anual al consumidor en los Estados Unidos y la zona del euro

A. Estados Unidos



B. Zona del euro



Fuentes: Bloomberg y Datastream.

(a 4,9 %), y es posible que esta tendencia se mantenga en los próximos meses y durante parte de 2009 (Gráfico 48, panel A). En la zona del euro la inflación ha empezado a ceder: en octubre se ubicó en 3,2% frente a 3,6% de septiembre (Gráfico 48, panel B)²⁰. Para las economías emergentes la disminución de la inflación dependerá, principalmente, del comportamiento de sus tipos de cambio frente al dólar.

Ante este panorama, es muy probable que los bancos centrales de países desarrollados reduzcan sus tasas de intervención en los próximos trimestres. De hecho, a comienzos de octubre ya estaban actuando coordinadamente, y así bajaron sus tasas de interés de referencia para afrontar los problemas que se han producido por la crisis (Cuadro 11). No obstante, como se menciona en la sección de mercados financieros, en los Estados Unidos las autoridades monetarias cuentan con poco espacio para bajar sus tasas, algo que es menos crítico en el caso europeo.

En cuanto a los bancos centrales de economías emergentes, algunos han bajado también sus tasas en las últimas semanas; tal es el caso de China, y se espera que India siga sus pasos. En el caso de los bancos latinoamericanos el mercado espera que se empiecen a bajar las tasas de referencia sólo a partir de 2009.

20 La cifra de octubre es preliminar, pues el dato oficial se conocerá a mediados de noviembre.

Cuadro 11
Tasas de referencia de los bancos centrales

	Nivel actual	Último cambio	Siguiente reunión
Estados Unidos	1,50	08 oct 08 (-50 bp)	29-Oct-08
Zona del euro	3,75	8 oct 08 (-50 bp)	6-Nov-08
Reino Unido	4,50	8 oct 08 (-50 bp)	6 Nov 08
República Checa	3,50	7 ago 08 (-25 bp)	6-Nov-08
Japón	0,50	21 feb 07 (+25 bp)	31-Oct-08
Brasil	13,75	10 sep 08 (+75 bp)	30-Oct-08
México	8,25	15 ago 08 (+25 bp)	28-Nov-08
Chile	8,25	4 sep 08 (+50 bp)	13-Nov-08
Colombia	10,00	25 jul 08 (+25 bp)	24-Oct-08
Perú	6,50	11 sep 08 (+25 bp)	13-Nov-08
Turquía	16,75	17 jul 08 (+50 bp)	22-Oct-08
China	6,93	8 oct 08 (-27 bp)	IV trim. 08
Nueva Zelanda	7,50	11 sep 08 (-50 bp)	23-Oct-08
Australia	6,00	7 oct 08 (-100 bp)	4-Nov-08
India	9,00	29 jul 08 (+50 bp)	24-Oct-08
África del Sur	12,00	12 jun 08 (+50 bp)	11-Dec-08

Fuente: Bancos centrales, Bloomberg y JPMorgan.

En síntesis, para este informe nuestro escenario central contempla una recesión en la economía estadounidense junto con algunas economías europeas. La intervención de las autoridades económicas de dichos países reduciría la magnitud de la caída, pero no la evitaría. En este contexto, el acceso al crédito se mantendrá restringido y las primas de riesgo altas, lo que afectaría la disponibilidad de recursos externos para las economías emergentes de la región. A ello se suman disminuciones en los precios de las materias primas, que sin embargo tendrán un efecto favorable en la inflación. Esto puede abrir espacio para que se realice una política monetaria más holgada en varias economías de la región, siempre y cuando las presiones que provengan del tipo de cambio no sean muy fuertes.

B. BALANZA DE PAGOS

Las cifras observadas a junio de 2008 mostraron una importante corrección en el desbalance en cuenta corriente del país (2,0% del PIB), con respecto a lo registrado en el mismo período de 2007 (3,6% del PIB).

Este mejor balance externo tuvo su origen, entre otros factores, en los altos precios internacionales de nuestros principales productos de exportación, en especial petróleo, como también en el buen dinamismo de las ventas externas de productos no tradicionales, impulsadas por la demanda de Venezuela y los Estados Unidos.

Como bien se planteó en el *Informe sobre Inflación* de junio, el Banco de la República consideraba que su proyección de déficit en cuenta corriente de 2,3% del PIB para 2008 estaba sujeta a que se mantuvieran las condiciones favorables en los términos de intercambio y en la demanda externa. Como se deriva de lo planteado al comienzo de este capítulo, es factible prever que en la segunda parte del año, y posiblemente en 2009, es difícil que dichas condiciones puedan mantenerse. Existe aún mucha incertidumbre sobre el tamaño de la desaceleración en la economía mundial, sobre el rumbo que tomarán los precios de los productos básicos de exportación y sobre cómo ello impactará a la economía venezolana.

Por lo anterior, y como ya se explicó al inicio del capítulo, se construyeron varios escenarios de proyección a partir de algunos de los supuestos básicos con los cuales se estima la balanza de pagos: crecimiento de los Estados Unidos y de los principales socios comerciales, precios internacionales del petróleo y otros productos básicos, y demanda de Venezuela por productos colombianos de exportación (cuadros 9 y 10). Por el lado de los flujos financieros es posible prever que algunas decisiones de inversión en Colombia por parte de agentes extranjeros podrían verse afectadas si se mantienen las restricciones en los mercados financieros internacionales, especialmente durante 2009.

Se espera una ampliación del déficit en cuenta corriente.

Con todo lo anterior, las proyecciones para 2009 permiten esperar una caída en los ingresos por exportaciones de productos tradicionales y una desaceleración de las ventas de no tradicionales. Así mismo, y por efecto de la desaceleración prevista de la economía colombiana, es posible esperar una menor demanda de productos importados. El efecto neto se verá reflejado, en todo caso, en una ampliación del déficit en cuenta corriente del país a niveles cercanos al 3,0% del PIB en 2008 y 2009 dependiendo, como se mencionó, de la magnitud de los choques externos y su efecto sobre las exportaciones de productos colombianos.

C. CRECIMIENTO INTERNO

1. Pronósticos para 2008

En lo corrido de 2008 el crecimiento del PIB se ha moderado de manera importante y se espera que continúe haciéndolo en lo que resta del año. La desaceleración ha sido más fuerte de lo previsto por los informes anteriores, lo que obligó a revisar las proyecciones para este informe.

Lo anterior obedece, en parte, a que los choques que se presentaron durante el primer semestre del año continuarán durante la segunda mitad de 2008 y tendrán un efecto mayor que el contemplado. Tal es el caso de las ventas hacia Venezuela, que no sólo seguirán afectadas por las restricciones comerciales ya conocidas en el sector de material de transporte, sino también por un menor dinamismo en la demanda de ese país, por eventuales modificaciones en las disposiciones cambiarias y por otro tipo de revisiones en las normas comerciales. A ello se suman las huelgas que han afectado a diversos sectores productivos en Colombia, tanto en el tercero como a comienzos del cuarto trimestre (por ejemplo, la del transporte de carga, la del sector azucarero o a las de diferentes niveles del sector público).

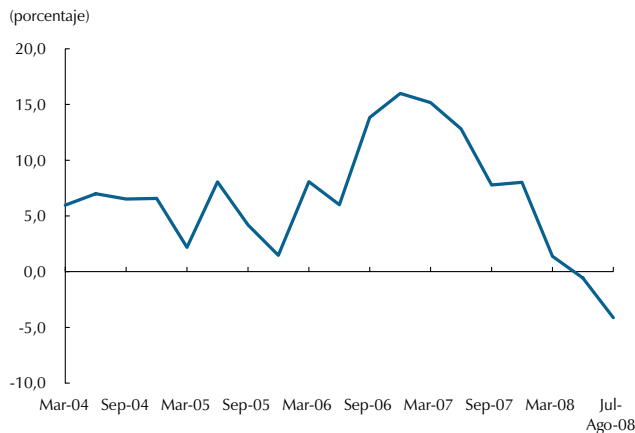
Pero también se estima que el abrupto deterioro de las condiciones externas puede empezar a repercutir en el desempeño económico del país hacia finales de este año, en especial a través de una menor demanda por nuestros productos exportados, por el efecto sobre el ingreso nacional, debido a los menores precios de nuestras exportaciones, y por el posible deterioro de las remesas de expatriados. Aunque en informes anteriores estos efectos se veían como riesgos a la proyección central, hoy en día se están materializando y empiezan a incorporarse al escenario central de pronóstico.

Dado lo anterior, en el informe actual se proyecta un crecimiento para 2008 en un rango entre 3,0% y 4,0%. Este intervalo es menor que el estimado el trimestre anterior (entre 3,3% y 5,3%) por las razones ya anotadas. Se considera que estas nuevas cifras son coherentes con la información más reciente sobre el sector real y que sugiere que el ritmo de expansión durante el tercer trimestre puede ser similar o un poco menor que el registrado durante el segundo.

Así, por ejemplo, para la industria, la información del DANE muestra una tasa anual de expansión promedio entre julio y agosto de -4,8%, frente a un registro de

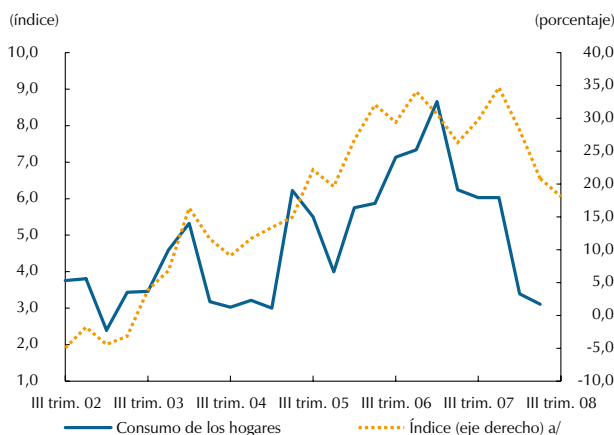
Las huelgas y paros afectarán el crecimiento colombiano de la segunda mitad de 2008.

Gráfico 49
Índice de producción manufacturera real
Variación anual (promedio del trimestre)



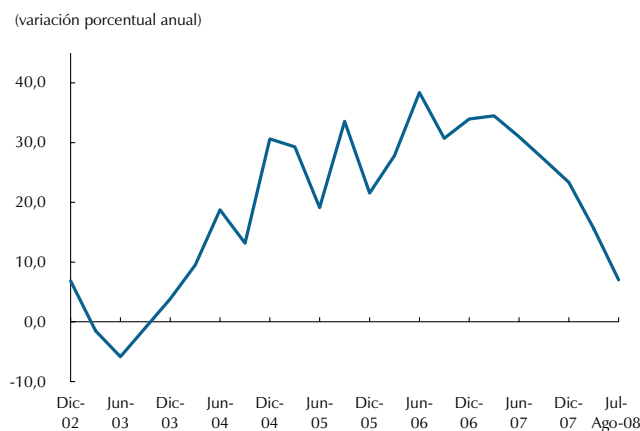
Fuente: DANE

Gráfico 50
Consumo de los hogares y encuesta de consumo de Fedesarrollo



a/ Promedio de los índices: de confianza del consumidor, de expectativas de consumo y de condiciones económicas, respectivamente.
Fuente: Fedesarrollo; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 51
Importaciones de bienes de consumo en dólares



Fuente: DANE

-0,6% en el segundo trimestre (Gráfico 49). La desaceleración obedecería tanto a un pobre desempeño de las ventas internas como a un crecimiento más moderado de las ventas hacia Venezuela. Algo similar ocurre con las ventas del comercio al por menor, las cuales muestran una reducción significativa en su ritmo de crecimiento desde el segundo trimestre (0,3%) y en julio y agosto (0,5%), frente a 2007 (10%).

Por el lado del consumo, el indicador de Fedesarrollo también registró una caída en el tercer trimestre, aunque menor que la observada entre el primero y segundo trimestres del año (Gráfico 50). De igual manera, las importaciones de bienes de consumo continuaron desacelerándose en julio y agosto (Gráfico 51), reflejando en parte, la dinámica actual del consumo, e indicando su posible tendencia en la parte final del año.

En el Cuadro 12 se presenta la descomposición del crecimiento por tipo de gasto para 2008, asociado con el punto medio del rango proyectado para el PIB (3,5%). En general, se espera que todos los componentes del gasto muestren una desaceleración significativa en 2008, frente a lo observado en 2007. Así mismo, se prevé una desaceleración en casi todos estos componentes en la segunda mitad de 2008 frente al primer semestre.

En particular, se estima que la demanda externa será uno de los componentes del gasto que más perdería dinamismo en lo que resta del año, en parte, como resultado del fuerte deterioro de la economía mundial. Algo similar sucedería con la inversión privada, aunque en este caso se espera que dicho agregado continúe exhibiendo un ritmo de crecimiento importante en la medida en que la mayoría de los proyectos ya se encuentran en marcha y su ejecución no debería verse aún afectada por las menores perspectivas externas. Para el caso de la inversión pública, los pronósticos contemplan una recuperación en las tasas de crecimiento frente a lo registrado en la primera mitad del año, aunque en general este gasto seguirá limitado por una lenta aprobación y ejecución de los planes de desarrollo local. Con todo lo anterior, la tasa de inversión alcanzaría el 29% del PIB en 2008, mayor que en 2007 (27,6%) y muy por encima del promedio histórico (16%).

Cuadro 12
Crecimiento del PIB por tipo de gasto

	2007	2008 (proy)
Consumo final	6,5	2,8
Consumo de los hogares	6,7	3,0
Consumo del Gobierno	5,9	2,0
Formación bruta de capital	20,6	8,5
Demanda final interna	9,7	4,2
Exportaciones totales	11,9	6,7
Importaciones totales	19,0	8,3
Producto interno bruto	7,7	3,5

(proy) proyectado.
Fuente: DANE.

En cuanto al consumo, el grueso de la desaceleración ya se habría observado en la primera mitad del año, por lo que sólo se esperan cambios marginales en su tendencia durante el segundo semestre. Factores como el deterioro del poder adquisitivo del ingreso por cuenta del aumento de la inflación y las condiciones crediticias más restrictivas, en parte por la política monetaria, seguirán conteniendo el crecimiento de este agregado en lo que resta del año.

2. Pronósticos para 2009

En este informe se presenta por primera vez los ejercicios de simulación para la dinámica de la economía en 2009, realizados con varias herramientas, entre ellas un modelo de equilibrio general computable multisectorial. Los resultados dependen, en gran medida, de los escenarios de balanza de pagos que se consideren y del papel que desempeñaría el Gobierno a través del gasto y la inversión públicos. De acuerdo con este modelo, la desaceleración observada en 2008 continuaría en 2009, año en el que se materializarían los efectos más importantes de la crisis internacional.

Los principales supuestos en los que se sustentan los pronósticos son: 1) una caída marcada en los precios de los productos básicos de exportación para todos los escenarios, similar a la que se presentó en secciones precedentes; 2) un menor ritmo de expansión de los socios comerciales, incluyendo una contracción económica en los Estados Unidos en 2009; 3) una reducción de las remesas de los trabajadores, y 4) un gasto público (gobierno central y gobiernos locales), tanto en consumo como en inversión, que presenta una alta incertidumbre y que podría moverse en un rango amplio desde niveles ligeramente superiores a los de 2008 hasta niveles claramente mayores (6,5%).

Las menores perspectivas de crecimiento externo y el menor acceso a los flujos de capitales aumentan el riesgo de que el desempeño de la economía colombiana continúe deteriorándose en 2009. Aunque serían varios los canales a través de los cuales esto puede ocurrir (véase Recuadro 2), sobresalen los asociados con la inversión y con la menor demanda externa.

En el caso de la inversión, es factible que se presente una revisión de los proyectos, tanto por parte de los empresarios nacionales como de los extranjeros, que implicaría un dinamismo mucho menor en este agregado, comparado con el observado en 2008 y años anteriores. Esto restaría un gran impulso a la economía en su conjunto, dado que este gasto ha sido el más dinámico en los últimos cuatro años.

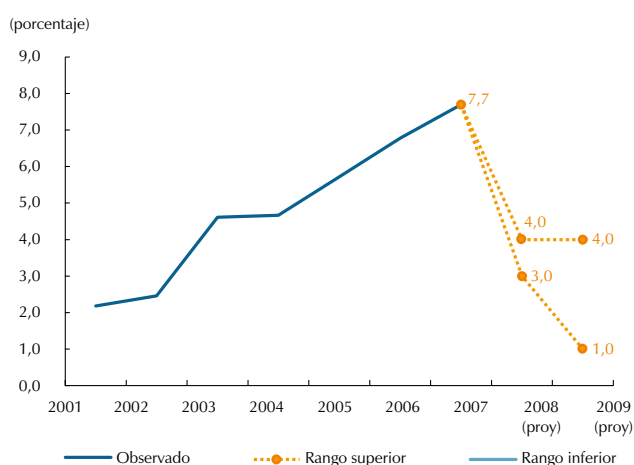
En cuanto a las exportaciones reales, las perspectivas son más complejas, porque, si bien la menor demanda en mercados clave como el de los Estados

Para 2009 hay una alta incertidumbre en torno al comportamiento de la inversión.

Unidos, Venezuela y Ecuador implican un deterioro, especialmente de las exportaciones no tradicionales, la depreciación real del peso colombiano podría compensarlo parcialmente. Aún así, los riesgos en este frente son hacia un menor crecimiento, pues usualmente la demanda ha ejercido un papel más preponderante que el tipo de cambio, y porque no es claro qué depreciación puede darse frente a la moneda venezolana.

Eventualmente el gasto público podría compensar las menores fuentes de crecimiento externo. En particular, la inversión pública, sobre todo la de gobiernos locales, podría desempeñar un papel importante, dada la baja ejecución en 2008 y los proyectos anunciados para 2009 (sobre todo en Bogotá). Sin embargo, las condiciones financieras más restrictivas podrían frenar varias iniciativas en este frente. Por otro lado, la menor dinámica económica de 2008 le daría un golpe a los recaudos del próximo año, lo que puede forzar una política fiscal menos contracíclica y más austera.

Gráfico 52
Pronósticos de crecimiento del PIB para 2008



Fuente: Banco de la República.

Así las cosas, la incertidumbre sobre el desempeño de la economía colombiana es inusualmente amplia para 2009. Teniendo en cuenta este hecho, en el presente informe se estima que el crecimiento para ese año se situaría entre 1.0% y 4.0% (Gráfico 52). La amplitud del rango está asociada con los diferentes escenarios de balanza de pagos y con los supuestos sobre el sector público principalmente. Se considera que es más probable que el crecimiento se ubique en la mitad inferior del rango dado el deterioro acelerado del panorama externo y los riesgos que pesan sobre el gasto público y la inversión privada en ese entorno.

D. PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN

En los últimos meses las condiciones externas han cambiado profundamente, y esto puede significar modificaciones importantes en los pronósticos de crecimiento e inflación para Colombia hacia el próximo año y 2010. Aunque en informes anteriores se había previsto un menor crecimiento para los Estados Unidos y para la economía mundial que el del consenso de los analistas internacionales, no se estimó una desaceleración de la magnitud y duración como la que se anticipa hoy en día a raíz de los acontecimientos de los últimos dos meses en los mercados financieros internacionales.

Más aún, hasta hace un trimestre este informe preveía riesgos inflacionarios al alza por cuenta de los altos precios de las materias primas a nivel mundial, lo que a su vez ofrecía un ambiente favorable para las economías exportadoras de estos productos como la colombiana. Sin embargo, con el marcado deterioro de las condiciones crediticias a nivel mundial y los temores de recesión, estos riesgos han

La economía mundial enfrenta una reducción de las presiones inflacionarias.

desaparecido rápidamente, dando lugar hoy en día a un efecto opuesto de caídas pronunciadas en tales precios.

Así las cosas, todo parece indicar que hacia largo plazo la economía mundial enfrenta una sensible reducción de las presiones inflacionarias que, incluso, podrían desembocar en una deflación mundial. De materializarse, estas menores presiones deberán sentirse en Colombia, ayudando a la reducción de la inflación interna. No obstante, para nuestro país, la crisis externa también conlleva presiones hacia la depreciación del tipo de cambio, lo que puede tener repercusiones sobre los precios internos, anulando parcial y temporalmente las presiones deflacionarias externas y postergando la reducción de la inflación.

1. Pronósticos de corto plazo

Pese a la reducción que se observa en los precios de las materias primas desde julio y las menores presiones inflacionarias que en general se avizoran hoy en día, las tendencias de la inflación en Colombia no deberían resultar afectadas sobremanera en el corto plazo, en particular en lo que resta de 2008 y a comienzos de 2009. La inflación interna seguirá exhibiendo un registro alto, superior al techo del rango meta definido para el año en curso. Los pronósticos contemplados en este informe para la inflación total al consumidor a dos trimestres aumentaron un poco frente a lo previsto en junio. Esto sucedió porque se revisaron hacia arriba las inflaciones de alimentos y regulados, dado que los resultados del tercer trimestre superaron un poco lo proyectado.

La inflación de alimentos, que en lo corrido del año ha explicado buena parte de la aceleración de la inflación al consumidor, debe continuar presentando niveles altos, aunque con una tendencia decreciente a futuro. De hecho, en este informe se espera que los precios de los alimentos perecederos empiecen a ceder durante el cuarto trimestre del año, permitiendo el descenso de la inflación anual de esta subcanasta, comportamiento que se extendería al primer trimestre del próximo año. Los alimentos procesados también deberán presentar una senda similar, en parte favorecida por las caídas en los precios internacionales de las materias primas.

Para la inflación del IPC sin alimentos no se espera una reducción significativa para el cuarto trimestre del año, frente al resultado de septiembre, pero sí para comienzos del próximo. Se prevé que los precios de los regulados y de los no transables sin alimentos ni regulados moderen su ritmo de ajuste a comienzos de 2009, lo que compensaría una leve aceleración de la inflación de transables sin alimentos ni regulados.

Ahora bien, todo apunta a que las presiones de demanda han sido y serán menores en los próximos dos trimestres, frente a lo que se previó en los informes anteriores. Esto, sin embargo, no conducirá a una reducción importante de la inflación sin alimentos, ni de la inflación sin alimentos ni regulados en el corto plazo, dada la presencia de otros factores alcistas, tales como la indexación

La inflación en Colombia seguirá alta en lo que resta de 2008.

Para 2009 se contempla una sensible reducción de las presiones inflacionarias de demanda.

de precios, las altas expectativas y los costos relativamente altos. En el pasado dichas circunstancias han generado rigideces a la baja en los precios y una alta inercia inflacionaria en Colombia.

2. Tendencias de largo plazo

Los esfuerzos de la política monetaria adelantados en el pasado, junto con un entorno económico internacional de menor crecimiento frente al previsto anteriormente, deberán permitir la reducción de la inflación en Colombia en el largo plazo. Durante lo corrido de 2008 la inflación colombiana no ha respondido plenamente a los ajustes de la política monetaria adoptados desde mediados de 2006, pero esto ha obedecido, en buena parte, a la aparición de factores exógenos que vienen presionando los precios y costos internos desde hace más de un año. Estos factores han contrarrestado las menores presiones de demanda inducidas por una política monetaria menos laxa.

Sin embargo, en lo corrido del año la demanda en Colombia ha resultado afectada por factores exógenos como la baja inversión pública de las administraciones territoriales y la pérdida en el dinamismo de las exportaciones a Venezuela; a lo que se sumó recientemente la brusca caída de las perspectivas de crecimiento mundial. Todo esto ha hecho que el crecimiento del producto se sitúe por debajo del potencial en 2008 y ha aumentado la probabilidad de que esta tendencia se mantenga y acentúe en 2009. Teniendo en cuenta estas nuevas circunstancias, los pronósticos de inflación actuales contemplan una brecha del producto más cercana a cero para finales de 2008, y suponen que existe una alta probabilidad de que se encuentre en terreno negativo durante 2009.

Así las cosas, la nueva senda esperada de inflación contempla una reducción significativa de las presiones inflacionarias de demanda para 2009 y 2010, frente a lo considerado en informes anteriores. Esto debe conllevar una caída de la inflación básica y, en particular, de la inflación de no transables.

Por su parte, los modelos del Banco sugieren que la nueva coyuntura externa implicará una tendencia más fuerte hacia la depreciación del tipo de cambio que lo previsto anteriormente. Esto se reflejará en un aumento de la inflación de transables que no se consideraba en el informe anterior. La transmisión del tipo de cambio a precios, no obstante, tendería a ser más suave que en episodios anteriores de depreciación, por dos razones. En primer lugar, porque el debilitamiento del peso se presentaría en medio de una caída significativa de los precios internacionales de las materias primas, que incluso podría extenderse a los precios de las manufacturas. Segundo, porque la depreciación se presentaría junto con un debilitamiento de la demanda agregada y del crecimiento en Colombia y, como ha pasado en ocasiones anteriores, en estas circunstancias la transmisión (*pass-through*) del tipo de cambio a la inflación es baja.

La inflación de transables puede aumentar.

Las caídas esperadas en los precios externos de las materias primas también conducirán a una reducción de la inflación de los precios de los bienes y servicios

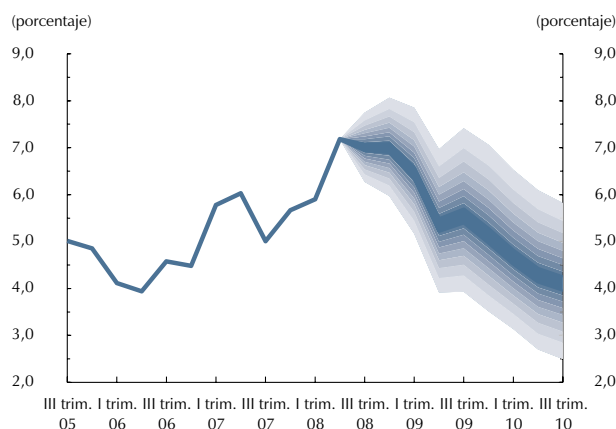
Se prevé una reversión gradual del choque de alimentos en 2009 y 2010.

regulados en los próximos dos años. No obstante, esta tendencia será gradual, ya que los aumentos en los precios internacionales que se observaron hasta mediados de año no alcanzaron a transmitirse completamente a los precios internos, como sucedió en el caso de los combustibles. Adicionalmente, los mecanismos de indexación incorporados en las fórmulas de regulación de los servicios públicos permitirán reajustes relativamente altos en el primer semestre de 2009, dado el alto nivel con el que terminaría la inflación en 2008 y el hecho de que los costos han seguido incrementándose, según lo muestra el IPP. Por último, la depreciación, dependiendo de su intensidad, también podrá ser un factor que contrarreste las menores presiones externas.

Al igual que en el informe de junio, se prevé una reversión gradual del choque de alimentos en 2009 y 2010, que se presentó en el último año y medio. Como en el caso de los regulados, la velocidad en la desinflación de esta canasta dependerá de cómo se combinen la caída en los precios externos de alimentos con la depreciación del tipo de cambio. En favor de una reducción más rápida están las demandas interna y externa que serían más débiles hacia el próximo año, lo que puede favorecer una menor inflación en los alimentos procesados y en las comidas fuera el hogar, principalmente.

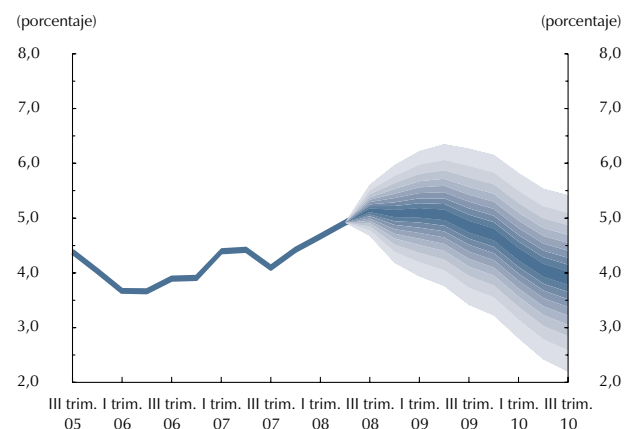
Dado todo lo anterior, en este informe se espera una reducción significativa de la inflación total entre el segundo trimestre de 2009 y comienzos de 2010 (Gráfico 53). La senda más probable no difiere mucho de lo publicado hace un trimestre, en parte, porque las menores presiones de demanda y de costos estarán siendo compensadas con mayores presiones cambiarias y con una mayor indexación. En el caso de la inflación sin alimentos, la senda más probable es menor hacia finales de 2009 que lo presentado en el informe anterior (Gráfico 54). Cabe resaltar que estos pronósticos suponen una política monetaria activa.

Gráfico 53
Fan Chart de la inflación total ^{a/}



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.

Gráfico 54
Fan Chart de la inflación sin alimentos ^{a/}



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.

El peso enfrenta riesgos de mayor depreciación, lo que puede retrasar la reducción de la inflación.

En síntesis, las presiones inflacionarias se han reducido y continuarán haciéndolo si la economía mundial pierde dinamismo; sin embargo, la mayor depreciación del peso puede aplazar o hacer más lenta la reducción de la inflación al consumidor en Colombia. No obstante, si la política monetaria es creíble y sigue comprometida con las metas de largo plazo, a futuro la inflación en Colombia deberá terminar cediendo. Por otro lado, la velocidad a la que se atenúen las presiones inflacionarias puede ser importante para determinar la postura de la política monetaria en el corto plazo.

3. Balance de riesgos

Como es usual, el balance de riesgos para la inflación total al consumidor y la de inflación sin alimentos se condensa en los *Fan Chart* de los gráficos 53 y 54. El balance continúa siendo amplio, si se reconoce la mayor incertidumbre sobre el crecimiento, tanto local como mundial, y la gran volatilidad que exhiben los precios internacionales de alimentos y de las materias primas, así como la del tipo de cambio.

Los riesgos alcistas sobre la inflación en el largo plazo han disminuido, y esto se refleja en unas probabilidades más balanceadas en torno de las sendas centrales de pronóstico, a diferencia del informe de junio, cuando el sesgo era al alza.

El principal riesgo a la baja sería *una demanda más débil que la anticipada*. Los pronósticos presentados suponen una recesión moderada en los Estados Unidos y en otros países industrializados. No obstante, la economía mundial enfrenta un rápido deterioro en sus condiciones, lo que está obligando a revisar a la baja los pronósticos. De materializarse este riesgo, el efecto sobre la economía colombiana podría ser mayor que el contemplado inicialmente. Ello se reflejaría en una desaceleración aún más marcada de la demanda y de las presiones sobre precios, tanto directamente como indirectamente, vía menores precios internacionales de productos importados (materias primas y bienes industriales).

Por su parte, los principales riesgos al alza son:

- *La depreciación del tipo de cambio*. El desempeño de la economía colombiana dependen estrechamente de la evolución de los precios internacionales de productos básicos como petróleo y carbón. Por otro lado, presenta una concentración elevada de sus exportaciones a los Estados Unidos, Venezuela y Ecuador, países altamente afectados por la crisis actual. Lo anterior influye la percepción de riesgo relativo sobre el país con respecto a otras economías emergentes, en momentos cuando el crédito mundial se encuentra altamente restringido y los capitales externos se vuelven más selectivas. En consecuencia, esto podría presionar el tipo de cambio al alza en una proporción mayor que la considerada en este informe con importantes efectos sobre la inflación, por lo menos en 2009.

Las altas expectativas y efecto sobre salarios son un riesgo importante para la inflación en 2009.

- *Las altas expectativas de inflación y su efecto sobre salarios y precios.* En lo corrido de 2008 los salarios no fueron una fuente de presiones inflacionarias importantes, por lo menos para la economía urbana. Sin embargo, el aumento de la inflación y su alto nivel este año puede estimular acuerdos de incremento salarial por encima de los requeridos para permitir una reducción rápida de la inflación en 2009. Las huelgas recientes alertan sobre la materialización de este riesgo para el próximo año. Por su parte, un aumento fuerte de los salarios reales en el contexto de una demanda débil y con una baja confianza de los empresarios afectaría la creación de empleo, sin que necesariamente disminuyan las presiones inflacionarias. En cuanto a los precios, los riesgos más importantes por indexación se concentran en los arriendos y la educación.
- *Costos altos y efectos rezagados de segunda ronda.* Aunque los precios internacionales han cedido de manera importante, los indicadores de costos basados en el IPP muestran ajustes aún elevados que pueden no haberse transmitido todavía a precios.
- *Los precios de los alimentos.* Desde hace algunos años los precios relativos de los alimentos presentan una tendencia ascendente en Colombia, en parte explicada por el comportamiento de precios y costos externos. Sin embargo, existen componentes internos asociados con aumentos en salarios rurales o costos de transporte que se mantendrían y atenuarían la caída de la inflación. Tampoco se pueden descartar presiones alcistas debido a choques de oferta (factores climáticos adversos, huelgas, paros) o por una eventual reactivación del ciclo de retención ganadera.

Recuadro 3 LAS REMESAS DE TRABAJADORES

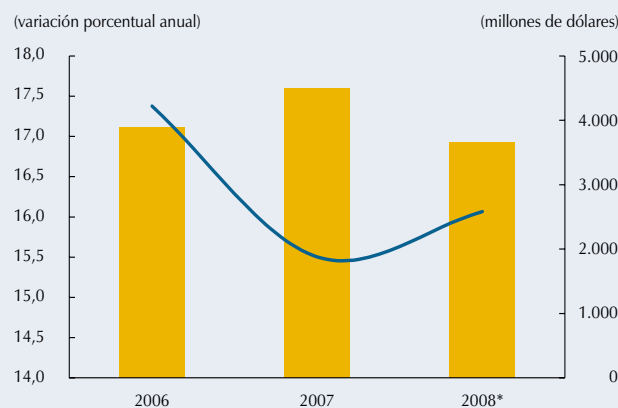
Aarón Garavito
María Mercedes Collazos*

El menor crecimiento mundial a causa de la crisis financiera y las mayores tasas de desempleo de los colombianos residentes en el exterior es uno de los canales por los cuales se puede ver afectado el nivel de las remesas que recibe nuestro país (Recuadro 1). Es por ello que en este recuadro se hace un breve resumen de la importancia de las remesas en Colombia y los factores que explican su dinámica.

1. Importancia de las remesas en Colombia

Durante los últimos tres años las remesas de trabajadores registraron altas tasas de crecimiento. En 2006 los ingresos por este concepto alcanzaron los US\$3.890 m, monto que significó una tasa de crecimiento anual de 17,4%. Para 2007 y lo corrido de 2008 (enero-septiembre) las variaciones anuales se ubican alrededor del 16% (Gráfico R3.1).

Gráfico R3.1
Remesas de trabajadores, 2006-2008



Nota: enero-septiembre.
Fuente: balanza de pagos del Banco de la República.

* Los autores son profesional de balanza de pagos y profesional especializado, respectivamente, de la Sección Sector Externo del Departamento Técnico y de Información Económica. Las opiniones son de exclusiva responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

En términos del PIB, las remesas de trabajadores pasaron de representar el 1,7% en 2000 a un máximo de 3,3% en 2003, y a junio de 2008 se ubicaron en 1,9% del PIB semestral. Como proporción del ingreso disponible de los hogares, su máximo se dio en 2003 (4,5%), descendiendo posteriormente en 2006 (3,4%). Por su parte, la importancia relativa de las remesas frente al total de los ingresos corrientes de la balanza de pagos ascendió desde 8,4% en 2000 a 15,4% en 2003, y a junio de 2008 se ubicó en 9,2%. Esta última reducción se explica, principalmente, por la mayor dinámica de los ingresos por exportaciones de bienes.

Por lo anterior, hasta el momento las remesas han desempeñado un papel contra-cíclico, ya que, en épocas de crisis económica y aumento de los niveles de desempleo en Colombia, éstas han atenuando la caída del consumo de los hogares. Adicionalmente, han contribuido en aminorar el déficit en cuenta corriente.

2. Origen y factores que explican la dinámica de las remesas

En el acumulado de 2008 hasta junio las remesas se han originado mayoritariamente en España y los Estados Unidos (72%), y en menor proporción en Venezuela¹ (11%), países que coinciden con la ubicación geográfica de los migrantes colombianos (DANE, Censo 2005).

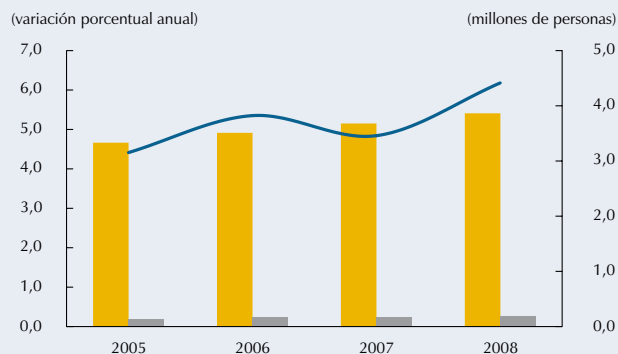
Los factores que explican dicha dinámica son, a nivel interno, la continuación del proceso migratorio y, a nivel internacional, la devaluación mundial del dólar y la evolución particular del sector económico donde se encuentran trabajando los colombianos en los países receptores de la migración (España y los Estados Unidos).

a. Evolución de la migración

Entre 1998 y 2002 salieron definitivamente del país cerca de un millón de colombianos y durante el mismo período las remesas de trabajadores se incrementaron de US\$788 m a US\$2.453 m (Gráfico R3.2). Las cifras recientes muestran que dicho proceso no se ha detenido y, por ende, la migración internacional de colombianos ha crecido a un ritmo anual de 5% en el período 2005-2008, cifra que equivale a más de 150 mil personas por año (gráficos R3.2 y R3.3).

1 Encuesta trimestral de remesas de trabajadores, Banco de la República, junio de 2008.

Gráfico R3.2
Migración, acumulado y flujo



	2005	2006	2007	2008
Acumulado	3.331.107	3.509.367	3.679.285	3.679.285 ^{1/}
Flujo	140.815	178.260	169.918	184.739 ^{2/}
Variación porcentual del acumulado	4,4%	5,4%	4,8%	6,2% ^{3/}

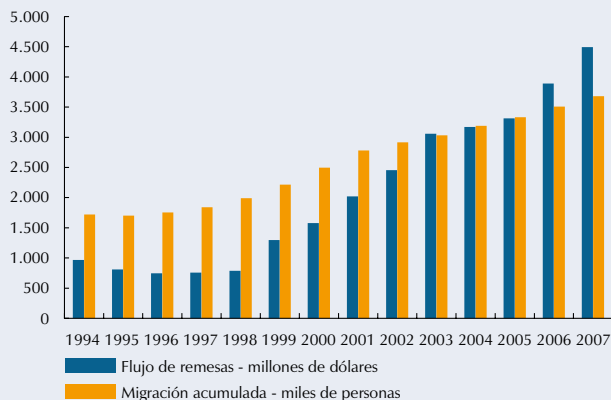
1/ Acumulado a septiembre.

2/ Enero-septiembre.

3/ Variación con respecto a diciembre de 2007.

Fuentes: cálculos de los autores con base en información del Departamento Administrativo de Seguridad (DAS) y del DANE.

Gráfico R3.3
Flujo de remesas y migración acumulada



Fuentes: cálculos de los autores con base en información del Departamento Administrativo de Seguridad (DAS) y del DANE, Banco de la República, Balanza de pagos.

b. Factores internacionales

En cuanto a las múltiples variables que impactan la evolución de los flujos de remesas, asociadas con el contexto de las economías receptoras de emigrantes colombianos, se consideran relevantes, además del nivel de empleo como tal: i) la relación de la moneda en la que genera sus ingresos frente al dólar, y ii) el comportamiento del sector económico en el que el trabajador se emplee.

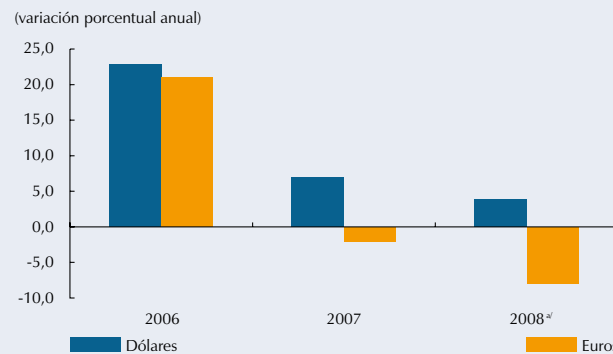
a) La devaluación mundial del dólar

De acuerdo con información disponible, cerca del 40% de las remesas que llegan a Colombia provienen de la zona del

euro²; por tanto, el fortalecimiento o debilitamiento de dicha divisa frente al dólar es uno de los factores que inciden sobre la evolución de las remesas. En 2007 la devaluación promedio del dólar frente al euro fue de 9,2%, y se intensificó en los primeros nueve meses de 2008 alcanzando 13,2%. Simultáneamente, los giros de remesas que provenían de la zona del euro, y denominados tal moneda, cayeron -2,1% y -8,0%, respectivamente. Sin embargo, su valor expresado en dólares aumentó 7,0% en 2007 y 3,9% en 2008. Por consiguiente, la reducción de las remesas en euros ha sido compensada con creces por el efecto cambiario euro-dólar.

Al cuantificar el impacto de la devaluación dólar-euro en el flujo total de remesas, se encuentra que del 16,1% de su crecimiento anual observado en los primeros nueve meses de 2008, un 5,1% es explicado por dicho fenómeno. En otras palabras, si la tasa de cambio se hubiese mantenido igual que la del mismo mes del año anterior, las remesas se habrían incrementado en 11%, mas no en 16% (gráficos R3.4 y R3.5).

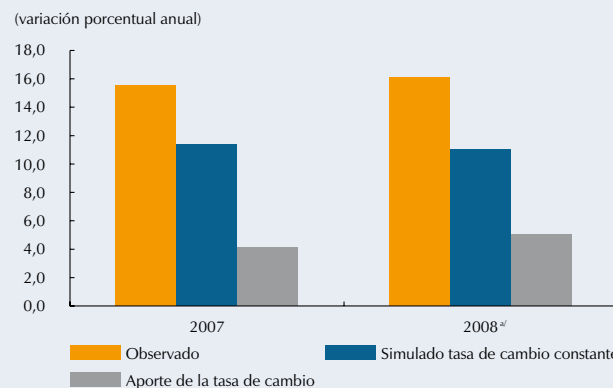
Gráfico R3.4
Remesas provenientes de la zona del euro
(tasa de variación anual en dólares y euros)



a/ Datos a septiembre.

Fuente: cálculos de los autores, Encuesta trimestral de remesas del Banco de la República.

Gráfico R3.5
Magnitud del efecto cambiario dólar-euro en las remesas totales



a/ datos a septiembre

Fuente: cálculos de los autores con base en la Encuesta trimestral de remesas del Banco de la República.

2 Encuesta trimestral de remesas de trabajadores, Banco de la República, junio de 2008.

b) *Evolución del sector económico en donde trabajan los colombianos*

En 2008 las dos mayores economías receptoras de mano de obra colombiana, España y los Estados Unidos, han registrado ritmos de crecimiento menores, e incluso negativos, frente a lo observado el año pasado; con lo cual, las tasas de desempleo se han elevado, además del nivel de inflación. Como resultado de esto, la capacidad de generación de ingresos de los asalariados y, por ende, de remesas, se ha deteriorado.

En el caso de España, desde el punto de vista de la oferta, las tres actividades económicas más importantes (servicios, construcción e industria) han presentado una disminución en su tasa de crecimiento. No obstante, el empleo en el sector servicios ha sido el menos afectado, pues se continúan generando puestos de trabajo, aunque en menor proporción que en años anteriores³. En este contexto, la capacidad de los migrantes colombianos de generar ingresos ha sido, en términos relativos, menos afectada que la de otros grupos,

ya que, según la encuesta de inmigrantes aplicada en España en 2007, la proporción de colombianos que trabajan en el sector servicios asciende a 72,8% (Cuadro R3.1).

Una situación parecida la enfrentan los colombianos radicados en los Estados Unidos, en donde los niveles de ocupación en el sector servicios han aumentado en 2008, aunque a menor ritmo, mientras que en el sector industrial y la agricultura han descendido. Como se aprecia en el Cuadro R3.2, el 84,5% de los colombianos residentes en este país se ubican en su mayoría en la actividad de los servicios, y tan sólo un 7,5% está en la rama de la construcción. Cabe señalar que para el grupo de países considerados, es la población hispana de menor participación laboral en dicha actividad.

Sin embargo, cabe anotar que la tasa de desempleo de la población colombiana en los Estados Unidos ha aumentado de manera significativa, al pasar de 3,5% entre enero y julio de 2007, a 6,09% en el mismo período de 2008, lo que permite predecir un impacto negativo sobre el ritmo de crecimiento de las remesas que provengan de esa economía.

Cuadro R3.1
Distribución porcentual de los migrantes en los Estados Unidos por rama de actividad económica enero-julio de 2008

Sector	Colombia	Ecuador	México	El Salvador	Guatemala	República Dominicana	Honduras
Primario	0,4	0,1	5,4	1,0	1,2	0,2	0,8
Industrial	15,1	34,8	37,4	29,5	35,3	16,6	37,0
Construcción	7,5	19,0	21,6	16,8	23,5	5,8	28,9
Minería							
Manufacturas	7,1	15,2	15,0	11,2	11,6	10,7	7,8
Electricidad	0,5	0,6	0,2	0,9	0,1	0,1	0,4
Servicios	84,5	65,1	57,2	69,5	63,5	83,2	62,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: elaborado a partir del Current Population Survey de la Oficina del Censo de los Estados Unidos.

Cuadro R3.2
Distribución porcentual de los inmigrantes en España según su actividad laboral ^{a/}

	Colombia	Ecuador	Bolivia
Agricultura, ganadería, caza y selvicultura	2,1	7,1	6,0
Pesca	0,1		
Industrias extractivas	0,2	0,2	0,5
Industria manufacturera	9,6	10,9	8,2
Producción y distribución de energía eléctrica, gas y agua	0,0	0,0	2,1
Construcción	15,1	24,0	20,3
Servicios	72,3	57,3	60,7
Total	100	100	100

a/ Inmigrantes con más de tres años de residencia.
Fuente: Encuesta Nacional de Inmigrantes 2007- Instituto Nacional de Estadística de España.

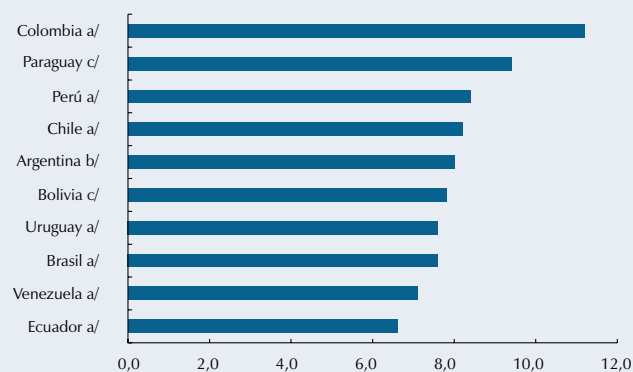
3 Por ejemplo, en el segundo trimestre de 2008 la variación en los puestos de trabajo de tiempo completo fue de 2,3%, en tanto que el de la construcción se contrajo en 6,4%.

Recuadro 4 PARTICIPACIÓN FEMENINA Y SU INCIDENCIA EN EL DESEMPLEO COLOMBIANO

José David Pulido*

Durante el tercer trimestre de 2008 las distintas tasas de desempleo trimestrales que se calculan en el país volvieron a registrar incrementos anuales, algo que no sucedía desde finales de 2002¹. Este aumento no deja de ser preocupante, si se tiene en cuenta que en la actualidad Colombia es el país sudamericano que registra la mayor tasa de desempleo (Gráfico R4.1) y que, según cifras de la Organización Internacional del Trabajo (OIT), también presenta una tasa relativamente alta cuando se compara con 180 países de diferentes niveles de desarrollo². Este recuadro tiene como fin comentar, a luz de la teoría económica y los hallazgos empíricos encontrados, una de las varias razones por las que en Colombia el desempleo es estructuralmente elevado: el incremento particularmente grande de la participación femenina laboral durante las últimas dos décadas, respecto a la evolución de esta misma variable en otros países del mundo.

Gráfico R4.1
Tasas de empleo en América del Sur



a/ a agosto de 2008.

b/ a junio de 2008.

c/ promedio de 2007.

Fuentes: Bloomberg, CIA World Factbook.

* El autor es profesional de la Sección de Inflación, del Departamento de Programación e Inflación. Se agradecen los comentarios de Adolfo Cobo y la colaboración en la elaboración de los gráficos a Alexandra Heredia. Las opiniones son de exclusiva responsabilidad del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 La tasa de desempleo aumentó un poco en 2006, pero esto parece haber sido ocasionado por un cambio metodológico en la Gran encuesta de integrada de Hogares (GEIH).

2 Según la OIT, la tasa de desempleo de Colombia es la 125 más alta entre 180 países. Se debe tener en cuenta la dificultad de hacer comparaciones de estadísticas laborales entre países, debido a las distintas definiciones y metodologías que cada agencia nacional de estadísticas utiliza. Por eso, se hace un llamado a la cautela a la hora de sacar conclusiones a partir de estas comparaciones, y sobre las que se presentan a lo largo del escrito.

Son numerosos los estudios en materia laboral que han intentado identificar las distintas causas que pueden explicar las relativamente altas tasas de desempleo en Colombia³. Grosso modo, estas se pueden dividir en dos grandes grupos: las que se asocian con problemas en la demanda laboral, y las originadas en la oferta laboral. En cuanto a las primeras, existen dos aproximaciones: las de carácter microeconómico, relacionadas con rigideces de los mercados laborales (presencia de salarios mínimos reales muy altos, costos de contratación y de despido muy elevados, etc.), y las de carácter macroeconómico, asociadas con el desempeño del producto y con la participación relativa de los factores productivos. En esta últimas obviamente juega un papel importante las políticas monetaria y fiscal. Los estudios por el lado de la demanda han sido los más comunes en el país. En el segundo grupo, se encuentran las explicaciones relacionadas con factores demográficos, culturales, institucionales y de incentivos económicos, entre otros, los cuales condicionan la oferta de trabajo a través de la participación de la población en el mercado laboral.

Las políticas económicas colombianas han tratado de dar énfasis a las soluciones por el lado de la demanda, buscado mitigar las rigideces del mercado laboral con el fin de volverlo más flexible, lo cual es plausible a la luz de la teoría económica. Sin embargo, desde el enfoque de la oferta laboral, cuando se comparan internacionalmente en una perspectiva de largo plazo las variaciones de las tasas de participación colombianas (medidas a través de la tasa global de participación), se evidencia que la participación laboral en Colombia es una de las que más se ha ampliado en el mundo durante los últimos 25 años (Cuadro R4.1), lo que llevaría a pensar que se han subestimado los efectos de las políticas de oferta sobre las tasas de desempleo, o que dichas políticas no han sido del todo efectivas.

El aumento de la participación laboral colombiana en las últimas décadas obedece principalmente al vertiginoso incremento de la oferta laboral femenina (Gráfico R4.2), entre otras razones⁴. Según cifras del Banco Mundial, después de

3 Tal vez uno de los esfuerzos más fructíferos para analizar las causas del desempleo colombiano lo realizó el Banco de la República, durante el simposio Empleo y economía en marzo de 2001, en el que se reunieron algunos de los más reconocidos expertos mundiales y nacionales en materia laboral. Sus memorias quedaron consignadas en Urutia, M. (2001).

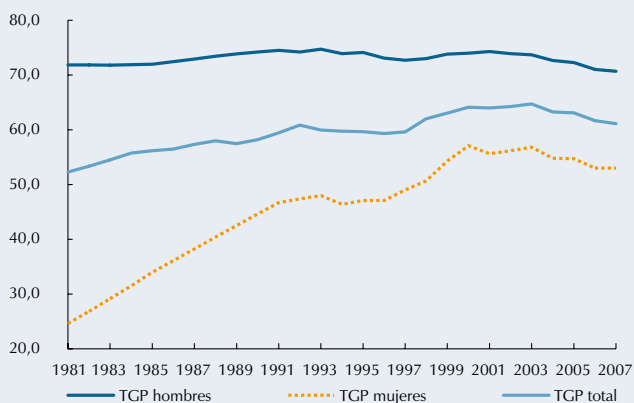
4 Otras causas, tanto de carácter permanente (entrada al mercado laboral de grupos más jóvenes de población) como transitorio (aumento de la participación por cuenta de los trabajadores secundarios en épocas de crisis) pueden explicar, aunque en menor medida, los incrementos históricos de la participación laboral colombiana. Para un análisis detallado, véase López (2001) o Santa María y Rojas (2001).

Cuadro R4.1
Países con mayores incrementos de la participación laboral durante las dos últimas décadas

	TGP	Promedio 1980 - 1985	Promedio 2000 - 2005	Diferencia: 1980-1985 vs. 2000-2005
1	Colombia (Banco Mundial)	57,0	74,2	17,2
2	Ecuador	56,4	72,3	16,0
3	Holanda	63,6	75,8	12,3
4	Perú	59,1	71,4	12,3
5	Venezuela	58,5	70,5	12,0
6	Uruguay	63,3	75,2	11,9
7	Kuwait	60,4	72,2	11,8
8	Argentina	58,4	70,2	11,8
9	Macao, China	60,0	71,0	11,0
10	Paraguay	65,9	76,7	10,8
11	Siria	53,2	63,3	10,0
12	Colombia (DANE)	53,9	63,9	10,0
13	Bolivia	63,4	73,3	9,9
14	Algeria	49,8	59,4	9,6
15	Suiza	71,9	81,0	9,1
16	Jordania	45,6	54,6	9,0
17	Cuba	57,7	66,5	8,7
18	España	58,7	67,3	8,6
19	Irlanda	60,3	68,9	8,5
20	Panamá	59,5	67,9	8,3

Nota: para Colombia se hizo un contraste con las cifras reportadas por el DANE.
Fuentes: DANE y Banco Mundial.

Gráfico R4.2
TGP siete ciudades



Fuente: DANE.

la ecuatoriana, la tasa de participación femenina colombiana es la que más ha crecido en el mundo en los últimos 25 años (Cuadro R4.2). Así las cosas, resulta entonces indispensable indagar sobre las posibles razones detrás de la creciente entrada masiva de la mujer en el mercado laboral.

El aumento de la participación femenina en los mercados laborales mundiales ha sido una tendencia secular en la mayoría de las economías, y en especial en los países occidentales en vías de desarrollo. La literatura sobre desarrollo económico da cuenta de dos posibles explicaciones ante este hecho: por un lado, los teóricos de la modernización (v. g. Heckman, 1980) plantean que los incrementos de la participación femenina son en sí uno de los rasgos fundamentales del proceso modernizador, consecuencia de mayores oportunidades educativas para las mujeres, cambios en las estructuras ocupacionales (más puestos de trabajo en los servicios), menores tasas de fertilidad y de responsabilidad en los hogares y mayor aceptación cultural al trabajo femenino, entre otras. Por otro lado, los defensores de la perspectiva sistémica (v. g. Ward (1985) explican tales aumentos en los países en desarrollo como una estrategia de sobrevivencia de las familias de bajos ingresos, dados los particularmente bajos salarios que se pactan en dichas economías, lo que a su vez proporciona una ventaja comparativa en términos de competitividad con el resto del mundo.

En Colombia los estudiosos del tema han encontrado varios hallazgos que confirman las presencias tanto de las razones modernizadoras como de las sistémicas expuestas, en la explicación del alto incremento de la participación laboral femenina colombiana en las últimas décadas. En primer lugar, tal como lo destaca López (2001), la caída de las tasas de fertilidad colombianas y el acceso más igualitario a la educación ha permitido que la participación femenina crezca de manera tendencial, extendiendo además el ciclo de vida laboral de las mujeres. En segundo lugar, Santa María y Rojas (2001) muestran que las caídas en los ingresos familiares también están relacionadas con la aceleración de la tasa global de participación de las mujeres colombianas, y concluyen que la oferta laboral femenina es la que más reacciona cuando la situación económica empeora. Esta correlación negativa entre participación femenina e ingresos de los hogares puede generar una peligrosa endogeneidad entre las tasas de desempleo y las de participación, puesto que en una fase recesiva del ciclo, cuando las tasas de desempleo están aumentando, existen incentivos para incrementar la participación no sólo de las mujeres no jefes de hogar sino la de los trabajadores hombres secundarios, lo que conlleva aumentos posteriores en las tasas de desempleo. En Colombia, este efecto positivo de la tasa de desempleo y la de participación la comprueban Arango y Posada (2002).

En conclusión, además de las razones demográficas, culturales e institucionales del proceso modernizador, que han ayudado a incrementar la participación laboral femenina co-

Cuadro R4.2
Países con mayores incrementos de la participación
laboral femenina durante las dos últimas décadas

	TGP mujeres	Promedio 1980 - 1985	Promedio 2000 -2005	Diferencia: 1980- 1985 vs. 2000-2005
1	Ecuador	25,9	59,9	34,0
2	Colombia (Banco Mundial)	32,0	63,5	31,5
3	Colombia (DANE)	28,1	55,9	27,8
4	Argentina	33,8	58,2	24,4
5	Paraguay	42,8	66,2	23,4
6	Perú	35,8	59,2	23,4
7	Uruguay	41,9	64,7	22,8
8	Kuwait	25,1	47,1	22,0
9	Irlanda	36,5	58,3	21,7
10	Venezuela	34,5	55,7	21,2
11	Bolivia	42,3	63,5	21,2
12	España	33,7	54,4	20,7
13	Holanda	47,8	67,4	19,6
14	Suiza	54,2	73,7	19,6
15	Macao, China	44,4	63,1	18,7
16	Emiratos Arabes Unidos	18,8	37,0	18,2
17	Islas Maldivas	24,6	42,5	17,9
18	Brasil	42,6	60,0	17,3
19	Costa Rica	28,7	45,3	16,6
20	Bélice	27,1	43,4	16,3

Nota: para Colombia se hizo un contraste con las cifras reportadas por el DANE.
Fuentes: DANE y Banco Mundial.

lombiana, tal como ha sucedido en la mayoría de países del mundo, en Colombia se encuentra evidencia de una causa adicional que refuerza su incremento: la fuerte caída de los ingresos familiares en los periodos de recesión económica. El significativo aumento de la participación laboral femenina propio de la economía colombiana, y que resulta evidente cuando se compara la evolución de esta variable con la de otros países del mundo, podría paliarse con un mayor número de políticas efectivas de oferta que impidan que choques transitorios en la participación laboral, como los ocasionados por las caídas de los ingresos familiares, se vuelvan permanentes. Enfatizar en políticas de oferta con un importante componente estabilizador parece ser entonces una necesidad en materia de política económica.

Referencias

Arango, L. E.; Posada, C. E. "La participación laboral en Colombia", Borradores de economía, núm. 217, Banco de la República, 2002.

Heckman, J. *Female Labor Supply: Theory and Estimation*, Princeton University Press, 1980.

López, H. "Características y determinantes de la oferta laboral colombiana y su relación con la dinámica del desempleo", en Urrutia, M. (editor) *Empleo y Economía*, pp. 155-192, Banco de la República, 2001.

Santa María, M.; Rojas, N. "La participación laboral: ¿qué ha pasado y qué podemos esperar?", *Archivos de Macroeconomía*, núm. 146, Departamento Nacional de Planeación, 2001.

Urrutia, M. (editor) *Empleo y Economía*, Banco de la República, 2001.

Ward, K. "Women and Urbanization in the World System", en Timberlake, M.; *Urbanization in the World Economy*, pp. 305-323, Academic Press, 1985.

ANEXO

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTRANJEROS

En este Anexo se presenta un resumen de los pronósticos más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía para 2008 y 2009. Al momento de la consulta los analistas contaban con información a octubre de 2008.

1. PROYECCIONES PARA 2008

En promedio, los analistas locales esperan un crecimiento de 3,9%, lo cual es 100 pb inferior al registro del reporte presentado en el segundo trimestre del

Cuadro A1
Proyecciones para 2008

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC (porcentaje)	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores	3,8	6,8	2.140	9,3	(0,5)	11,5
ANIF	3,7	7,2	n.d.	9,7	3,1	11,6
Banco de Bogotá	4,0	7,0	2.100	10,0	1,5	10,5
Banco Santander	3,8	7,0	2.200	9,7	1,0	10,8
Bancolombia-Suvalor	4,6	7,2	1.956	10,2	2,8	11,8
BBVA Colombia	3,7	7,2	2.134	9,4	(1,0)	11,5
Corficolombiana	3,9	7,1	2.432	10,2	n.d.	n.d.
Fedesarrollo	3,9	7,2	2.310	10,2	(1,4)	11,5
Promedio	3,9	7,1	2.182	9,8	0,8	11,3
Analistas externos						
Citi Bank	3,5	7,0	2.300	10,0	0,5	11,8
Deutsche Bank	4,4	5,9	2.100	n.d.	(1,8)	10,9
Goldman Sachs	4,3	7,1	2.020	n.d.	(1,4)	n.d.
JP Morgan	3,7	6,7	2.150	10,0	(1,5)	n.d.
Promedio	4,0	6,7	2.143	10,0	(1,1)	11,4

n.d. no disponible.

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

año. Por su parte, las entidades extranjeras consultadas estiman un crecimiento promedio del PIB de 4,0%.

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales prevén un incremento del 7,1% en los precios al finalizar el año, mientras que los extranjeros esperan 6,7% en promedio. Este valor se encuentra por encima del rango meta fijado para este año (entre 3,5% y 4,5%).

Cuadro A2
Proyecciones para 2009

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	2,5	5,3	2.540
ANIF	3,5	5,2	-
Banco de Bogotá	3,5	5,5	2.200
Banco Santander	2,5	5,5	2.330
Bancolombia- Suvalor	4,1	5,6	2.015
BBVA Colombia	3,0	4,5	2.239
Corficolombiana	3,4	5,6	2.479
Fedesarrollo	3,4	5,8	2.546
Promedio	3,2	5,4	2.336
Analistas externos			
Citi Bank	2,5	5,0	2.400
Deutsche Bank	5,0	4,0	2.350
Goldman Sachs	4,6	4,9	2.100
JP Morgan	3,6	4,9	2.200
Promedio	3,9	4,7	2.263

n.d. no disponible.

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

Con respecto al tipo de cambio, se observa que el comportamiento reciente del mercado cambiario ha influido drásticamente la percepción de los analistas sobre la tendencia revaluacionista que venía presentando la tasa representativa del mercado (TRM) hasta hace pocos meses. Así, los analistas nacionales esperan que la TRM finalice el año en un valor promedio de \$2.182 frente a \$1.831 percibido en junio. Por su parte, los agentes extranjeros proyectan una TRM de \$2.143 para el cierre de año.

Para la DTF los analistas locales, al igual que en el reporte del segundo trimestre, siguen proyectando un valor promedio de la DTF de 9,8%, según los locales, y de 10,0% por parte de los externos.

2. PROYECCIONES PARA 2009

Para 2009, los analistas nacionales prevén un crecimiento del 3,2% frente a 3,9% esperado por los agentes extranjeros. Con respecto a la inflación, los analistas locales proyectan una inflación mayor que los internacionales (5,4% frente 4,7%). En cuanto al tipo de cambio, tanto las entidades nacionales como las externas esperan valores promedio del tipo de cambio de \$2.336 y \$2.263, respectivamente.