



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Diciembre de 2008



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Diciembre de 2008*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,
para su reunión del 30 de enero de 2009.

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	9
I. La inflación y sus determinantes	17
A. Desarrollos recientes de la inflación	17
B. Determinantes de la inflación	24
Recuadro 1: Vulnerabilidad de Colombia y la región en un entorno de recesión global	38
II. Mercados financieros	42
A. Contexto externo	42
B. Mercado financiero interno	47
Recuadro 2: La respuesta de las autoridades económicas en los Estados Unidos frente a la crisis en 2008	55
III. Perspectivas macroeconómicas	57
A. Contexto internacional	57
B. Balanza de pagos	63
C. Crecimiento interno	65
D. Perspectivas de la inflación	66
Recuadro 3: La transmisión de choques inflacionarios hacia las expectativas de inflación	73
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	76

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Inflación total anual al consumidor y rango de la meta, según año	17
Gráfico 2	Indicadores de inflación básica anual	20
Gráfico 3	Índice ponderado de difusión de la inflación	20
Gráfico 4	Inflación anual de regulados por componentes	21
Gráfico 5	Inflación anual de transables y no transables sin alimentos ni regulados	22
Gráfico 6	Inflación anual de no transables: arriendos y “resto”	23
Gráfico 7	Inflación anual de alimentos: perecederos y procesados	23
Gráfico 8	Crecimiento real anual del PIB	24
Gráfico 9	Crecimiento anual del PIB de transables y no transables	26
Gráfico 10	Producción real de la industria (sin trilla de café)	27
Gráfico 11	Ventas del comercio al por menor sin combustibles	27
Gráfico 12	Expectativas de producción industrial a tres meses	27
Gráfico 13	Indicador mensual de consumo de Fedesarrollo	27
Gráfico 14	Creación de empleo a nivel nacional, promedios móviles de orden 3	31
Gráfico 15	Empleo en la industria y el comercio, variación anual	31
Gráfico 16	Tasa de desempleo de los jefes de hogar (promedio octubre-noviembre-diciembre)	32
Gráfico 17	Índice de salarios nominales, variación anual	33
Gráfico 18	Expectativas de incrementos salariales	34
Gráfico 19	IPP total y por procedencia, variación anual	34
Gráfico 20	IPP producido y consumido (P y C) por destino económico, variación anual	34
Gráfico 21	IPP por ramas, variación anual	35
Gráfico 22	Índices de costos a partir de la matriz de contabilidad social, variación anual	35
Gráfico 23	Utilización de la capacidad instalada de la industria - Fedesarrollo	35
Gráfico 24	Crecimiento del PIB observado y del potencial	36
Gráfico 25	Brecha del producto (promedios anuales)	36
Gráfico 26	Inflación observada y expectativas de inflación (a tres, seis, nueve y doce meses)	36
Gráfico 27	Pronóstico de inflación de bancos y comisionistas de bolsa	37
Gráfico 28	Expectativas de inflación derivadas de los TES (tasa fija frente a UVR)	37
Gráfico 29	Índices bursátiles	43
Gráfico 30	Índice real del precio de la vivienda (S&P) en los Estados Unidos	43
Gráfico 31	Balance de la Reserva Federal (pasivo)	43
Gráfico 32	Balance de la Reserva Federal (activo)	43
Gráfico 33	Base monetaria	44
Gráfico 34	Diferencial de las tasas <i>T-bill</i> y <i>Libor</i> a tres meses en los Estados Unidos	44
Gráfico 35	Índice de aversión al riesgo (VIX) y tesoros de corto plazo en los Estados Unidos	44

Gráfico 36	Diferencial de la deuda soberana de 10 años con Alemania	45
Gráfico 37	Tasas de interés de los bonos soberanos en dólares a un año	45
Gráfico 38	Índice de acciones MSCI	46
Gráfico 39	EMBI+ Latinoamérica	46
Gráfico 40	Índice de tasa de cambio nominal	46
Gráfico 41	Agregados monetarios y depósitos	49
Gráfico 42	CDT y bonos con y sin encaje	49
Gráfico 43	Cartera bruta con <i>leasing</i> en moneda nacional	49
Gráfico 44	Crédito de consumo y adquisición de vivienda	
	Desembolsos semanales promedio móvil de orden 4	50
Gráfico 45	Crédito ordinario, preferencial y de tesorería	
	Desembolsos semanales promedio móvil de orden 4	50
Gráfico 46	Crecimiento de la cartera de consumo y percepción de crédito según grandes almacenes	50
Gráfico 47	Crecimiento de la cartera comercial y percepción de crédito de la industria	51
Gráfico 48	Cartera total vencida y en riesgo	51
Gráfico 49	Cartera de consumo vencida y en riesgo	51
Gráfico 50	Monto de emisiones de deuda corporativa en Colombia, promedio móvil de tres meses	52
Gráfico 51	Tasa de interés para expansión del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB)	52
Gráfico 52	Tasas nominales de interés pasivas	53
Gráfico 53	Tasas de interés nominales crédito empresarial	53
Gráfico 54	Tasas de interés nominales hogares	53
Gráfico 55	Tasas de interés nominales de los TES, mercado secundario	54
Gráfico 56	Índice general de la Bolsa de Valores de Colombia	54
Gráfico 57	Situación del empleo en los Estados Unidos	58
Gráfico 58	Índice de producción industrial (IP) e ISM	58
Gráfico 59	Producción industrial, algunos países europeos	59
Gráfico 60	Producción industrial en Asia	59
Gráfico 61	Producción industrial, algunos países latinoamericanos	60
Gráfico 62	Exportaciones en los Estados Unidos y Europa	60
Gráfico 63	Exportaciones en Asia	60
Gráfico 64	Índice de precios del total de <i>commodities</i> sin petróleo (WCF)	62
Gráfico 65	Pronósticos de crecimiento del PIB para 2008 y 2009	65
Gráfico 66	<i>Fan chart</i> de la inflación total	70
Gráfico 67	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	70

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Descomposición de la inflación según presiones alcistas a diciembre de 2008	18
Cuadro 2	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto (porcentaje)	25
Cuadro 3	Crecimiento real anual del PIB sectorial (porcentaje)	26
Cuadro 4	Indicadores del mercado laboral (trimestre móvil)	32
Cuadro 5	Indicadores de seguridad social en el total nacional	33
Cuadro 6	Fuentes de la base monetaria	48
Cuadro 7	Endeudamiento externo, saldo en millones de dólares	52
Cuadro 8	Tasas nominales de interés	54
Cuadro 9	Tasas de referencia de los bancos centrales	61
Cuadro 10	Evolución de los pronósticos de crecimiento real de nuestros socios comerciales	62
Cuadro 11	Precios internacionales	63

EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA

En diciembre de 2008 la variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) se situó en 7,67%, cifra que superó tanto el rango meta de inflación del mismo año (entre 3,5% y 4,5%) como el registro de diciembre de 2007 (5,69%). De esta forma, se completaron dos años consecutivos en los cuales la inflación superó el rango objetivo fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR).

El anterior comportamiento de los precios se dio en un contexto de diversos choques de oferta y demanda que afectaron la economía colombiana. En primer lugar, se presentaron aumentos significativos en los precios internacionales del petróleo y de otros productos básicos, tendencia que se revirtió especialmente en el último trimestre del año. Esta situación, además de generar presiones alcistas en los precios internos de los alimentos y combustibles, mantuvo elevadas las expectativas de inflación de los agentes y afectó el crecimiento económico del país.

Como lo revelan las cifras del PIB del tercer trimestre de 2008, las elevadas tasas de inflación se presentaron junto con una desaceleración de la demanda interna más pronunciada que la prevista a comienzos de dicho año. El comportamiento de este último rubro lo marcó la tendencia del consumo de los hogares, grupo que, hasta el tercer trimestre de 2008, presentó un crecimiento cercano a la tercera parte del registrado en el mismo periodo de 2007. La información disponible más reciente de la industria, comercio, construcción, y otros sectores, así como los indicadores de expectativas de actividad económica, revelan que el crecimiento continúa debilitándose y que 2008 podría terminar con un aumento del PIB real menor a 3,5%.

Las cifras de empleo en noviembre de 2008 también mostraron destrucción de puestos de trabajo, situación que se atenuó debido al aumento de los ocupados cuenta propia (empleo no asalariado). No obstante, este último rubro se viene desacelerando desde mediados de 2008. De este modo, la caída en el número de ocupados fue mayor que el descenso en la oferta laboral, situación que generó un aumento en la tasa de desempleo.

Pese a todo lo anterior, los grupos del IPC que pudieron haber sido más afectados por una demanda interna más débil (inflaciones básicas y no transables sin alimentos ni regulados) no dieron señales de ceder. Adicionalmente, la fuerte apreciación del peso presentada hasta octubre tampoco generó desaceleraciones significativas en los precios de los bienes al consumidor importados (transables sin alimentos ni regulados).

La crisis financiera internacional, y sus repercusiones sobre el crecimiento económico mundial, también fueron un choque importante recibido por la economía colombiana, el cual se dio con mayor intensidad en el último trimestre de 2008. Este fenómeno, además de disminuir la demanda externa por nuestros productos, generó un descenso en el precio internacional de los bienes básicos que exporta Colombia y una desaceleración en las remesas de los trabajadores, situación que ha afectado el ingreso disponible de los hogares. En 2009 la profundidad de la recesión mundial y su efecto sobre la inflación y el crecimiento económico en Colombia serán determinantes para fijar la política monetaria.

En el campo financiero el crédito total continuó aumentando a buen ritmo, a tasas cercanas a dos veces el aumento del PIB nominal. La mayor desaceleración en el aumento de la cartera se presentó en el crédito de consumo, pero desde niveles considerados como históricamente altos. Las carteras hipotecaria y comercial también mostraron una moderación en su crecimiento, pero a tasas más elevadas.

El anterior panorama venía antecedido de una política monetaria activa iniciada desde mediados de abril de 2006. Los 14 incrementos en las tasas de interés de referencia del Emisor realizados hasta diciembre de 2007 empezaron desde tasas reales bajas, como respuesta a presiones inflacionarias que podrían provenir de niveles de demanda agregada superiores a sus valores sostenibles de largo plazo.

El aumento en las expectativas de inflación y el contagio de la mayor inflación de alimentos y bienes regulados a otros grupos de la canasta familiar, motivaron a que en febrero y julio de 2008 se realizaran dos incrementos adicionales en las tasas de interés de referencia, desde un nivel de 9,5% hasta 10,0%. En los siguientes cuatro meses la tasa de expansión repo a un día permaneció estable. El cambio hacia una postura más relajada de la política monetaria se inició en octubre, cuando se redujeron los encajes requeridos sobre depósitos bancarios y se realizaron compras de TES con el propósito de ampliar los montos de liquidez suministrados a la economía. Ese cambio en la postura de la política se consolidó con las reducciones en las tasas de interés de intervención realizadas en diciembre de 2008 y enero de 2009, de 50 pb cada una.

Motivos del incumplimiento de la meta de inflación de 2008

La mayor parte (78%) de la aceleración anual de la inflación en 2008 fue explicada por el comportamiento de los alimentos, grupo que registró a lo largo de todo el año incrementos de precios superiores en más de dos veces al límite

superior del rango meta de inflación. Este fenómeno, que también fue uno de los principales motivos por los cuales se incumplió la meta de crecimiento de precios en la mayoría de países que tienen un esquema de inflación objetivo, afectó las expectativas de aumento de precios de los agentes y contribuyó a la activación de diversos mecanismos de indexación de precios que existen en nuestro país.

En el primer semestre de 2008 los aumentos en los precios de alimentos estuvieron asociados principalmente con el alza en la cotización internacional del petróleo y de sus sustitutos, los cuales generaron un incremento en los fletes, en los costos de producción agrícola y en el precio de algunos productos básicos (maíz, oleaginosas, caña de azúcar, entre otros) que se utilizan para generar biocombustibles. Para el segundo semestre, y con mayor énfasis en el último trimestre, la anterior tendencia se revirtió y se presentó un fuerte descenso en el precio internacional del petróleo y de otros bienes básicos agrícolas. Pese a ello, el IPC de alimentos en Colombia continuó registrando variaciones anuales elevadas. Factores como la depreciación del peso, que compensó en parte la caída en el precio internacional de los productos básicos; el paro de transporte y su repercusión en el aumento de los fletes; el ciclo de la oferta agrícola, y los cambios climáticos contribuyeron a explicar este último comportamiento.

El incremento de la inflación anual en 2008 también se explicó por la tendencia del IPC sin alimentos. Este último índice presentó hasta octubre aumentos continuos en su variación anual y sólo en los últimos dos meses de 2008 se desaceleró, terminando el año con un incremento superior al rango meta de inflación. Las otras dos medidas de inflación básica que calcula tradicionalmente el Banco (núcleo 20 e IPC sin alimentos primarios ni servicios públicos ni transporte) presentaron un comportamiento similar, aunque con aumentos anuales más elevados.

La totalidad de la aceleración del IPC sin alimentos en 2008 se explicó por el comportamiento de los precios del grupo de bienes y servicios regulados. En efecto, con excepción de diciembre, la variación anual de este último ítem mantuvo una tendencia ascendente en todos los meses, finalizando 2008 con una variación anual cercana a dos veces el límite superior del rango meta de inflación. Adicional al aumento en el precio de los combustibles (gasolina y gas) y su incidencia sobre el transporte, rubros como la energía, y en menor medida el acueducto, presionaron al alza los precios de esta canasta.

Los dos grupos restantes, transables y no transables sin alimentos ni regulados, terminaron 2008 con una variación anual similar a la registrada un año atrás. La fuerte revaluación del peso registrada hasta septiembre y la posterior depreciación observada en el último trimestre no generaron cambios importantes en los transables sin alimentos ni regulados, canasta que presentó en el transcurso del año variaciones anuales entre 2,0% y 2,5%.

Pese al debilitamiento de la demanda interna y a las acciones de la política monetaria, los bienes y servicios no transables sin alimentos ni regulados se mantuvieron en una franja (entre 5,0% y 5,5%) superior al rango meta de inflación. Las

altas expectativas de inflación, la persistencia inflacionaria y un efecto contagio debido al comportamiento de los grupos de alimentos y regulados pueden ser algunos de los factores que explicaron esta tendencia.

Decisiones de política monetaria entre octubre de 2008 y enero de 2009

En los últimos cuatro meses se presentaron algunos hechos tanto en la economía nacional como en la externa que motivaron un viraje en la postura de la política monetaria. En dicho periodo las decisiones de la JDBR estuvieron enmarcadas en un panorama macroeconómico que se puede describir como sigue:

- Una inflación elevada que finalizó en 2008 por encima del rango objetivo de incremento de precios y unos indicadores de inflación básica que no han dado señales de ceder. Por su parte, las expectativas de inflación a diferentes plazos se redujeron, pero todavía se mantienen en niveles algo superiores a 5%. Adicionalmente, las proyecciones del equipo técnico del Banco le asignan una alta probabilidad a que se presente una desaceleración significativa de la inflación a lo largo de 2009.
- Un sector externo más adverso tanto para la demanda de nuestras exportaciones como para el acceso al crédito externo. Los riesgos de una recesión profunda en los Estados Unidos y Europa se están materializando y diversos indicadores apuntan a una contracción económica en esos países más fuerte que la prevista en informes anteriores. El comercio internacional, principal motor de crecimiento de la presente década, se está contrayendo a un ritmo acelerado, por lo menos cuando se examinan cifras nominales de exportaciones e importaciones. El deterioro de la demanda mundial y la caída de precios de los productos básicos han venido acompañados de una rápida disminución de la inflación en economías desarrolladas y algunos países emergentes.
- Unas señales de desaceleración económica en varios países en desarrollo, acompañadas de una pérdida de valor de las monedas frente al dólar. Con datos a noviembre, indicadores como la producción industrial y las ventas al por menor muestran una contracción en Chile y México. Adicionalmente, la caída en los precios de los productos básicos ha disminuido los ingresos de países que son socios comerciales, y dependientes de las exportaciones de materias primas, como es el caso de Ecuador y Venezuela. De esta forma, si la recesión observada en varios países desarrollados continúa acentuándose durante 2009, el ingreso disponible de los hogares colombianos se vería afectado, se resentiría la demanda agregada y se podría dar un menor ritmo de ajuste de precios internos.
- Una actividad económica interna que continúa desacelerándose, lo cual podría llevar a que la brecha del producto se ubique en terreno negativo a lo largo de 2009. La debilidad en la demanda interna, especialmente la del

consumo, podría acentuarse si las condiciones externas continúan afectando el ingreso disponible de la economía o se resiente el mercado laboral.

- Un mercado financiero local que hasta el momento mantiene buenos fundamentales. El crédito, aunque desacelerándose, continúa creciendo a buen ritmo, con riesgos de cartera en niveles aceptables.

Ante este panorama macroeconómico la Junta tomó las siguientes decisiones:

- En octubre la JDBR redujo los porcentajes de encaje que deben hacer los bancos sobre sus depósitos y amplió el suministro de liquidez a través de la compra de TES en el mercado abierto por \$500.000 millones.
- En noviembre fijó la meta de inflación de 2009 en un rango entre 4,5% y 5,5%, con 5,0% como meta puntual para efectos legales. Así mismo, estableció en 4,0% el punto medio del rango meta de inflación para el año 2010.
- En cada una de las dos reuniones pasadas (19 de diciembre de 2008 y 30 de enero de 2009), redujo en 50 pb su tasa de interés de intervención. De esta forma, la tasa repo de expansión a un día se situó en 9,0%. La Junta también informó en su última reunión que hay condiciones para continuar con la reducción de la tasa de intervención y consolidar el cambio en la postura de la política monetaria.

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

Al igual que en muchos otros países, en Colombia la meta de inflación se incumplió debido a los fuertes aumentos en los precios internacionales de los alimentos y de los combustibles. En nuestro país ello sucedió a pesar del debilitamiento de la demanda.

La crisis internacional se profundizó y habría empezado a afectar a la economía colombiana a finales de año. La cifra de crecimiento estimada para 2008 se redujo.

La generación de empleo se frenó en el cuarto trimestre y no se observaron presiones por el lado de los costos salariales.

Las expectativas de inflación se mantuvieron altas y volátiles, aunque mostraron una disminución a finales de año.

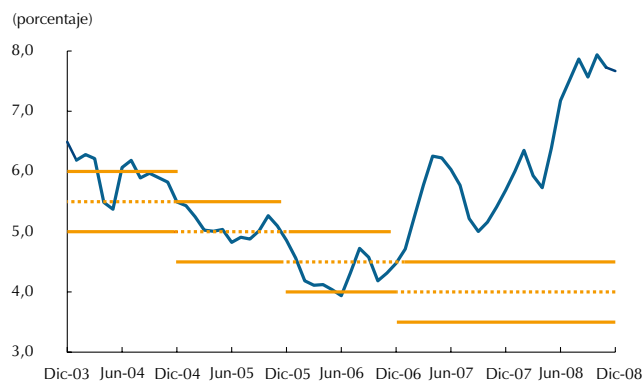
A. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

Durante buena parte del año la inflación anual al consumidor en Colombia aumentó fuertemente, superando los pronósticos del Banco y de los analistas. Aunque en el último trimestre dicha tendencia se interrumpió, el resultado final —7,7% en diciembre— excedió ampliamente el techo del rango meta establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) (entre 3,5% y 4,5%) y fue mayor que el registro de finales del año pasado (5,7%) (Gráfico 1).

De esta forma, con 2008 se completaron dos años consecutivos en los que la inflación anual en Colombia aumentó. En las últimas dos décadas tan sólo en una oportunidad (1996) la inflación al cierre del año había superado la del año inmediatamente anterior.

En el cuarto trimestre la inflación no mostró una tendencia definida, fluctuando en torno de 7,8%. Aún así,

Gráfico 1
Inflación total anual al consumidor y rango de la meta, según año



Fuentes: DANE; cálculos del Banco de la República.

los pronósticos del Banco presentados en el informe de septiembre indicaban que la inflación debía disminuir levemente debido a los alivios que se presentarían en los precios de los alimentos, algo que al final no se registró. De hecho, en el último trimestre el índice de precios al consumidor (IPC) de alimentos continuó ejerciendo presiones alcistas sobre la inflación al consumidor en Colombia, aunque con menor intensidad que en trimestres anteriores (Cuadro 1).

Cuadro 1
Descomposición de la inflación según presiones alcistas a diciembre de 2008

Descripción	Ponderación	Crecimiento anual					Participación porcentual en la aceleración de la inflación entre diciembre de 2007 y diciembre de 2008
		Dic-07	Jun-08	Sep-08	Nov-08	Dic-08	
Inflación							
Total	100,0	5,6	7,1	7,5	7,7	7,6	100,0
Sin alimentos	70,4	4,4	4,9	5,1	5,3	5,1	21,5
Transables	24,6	2,2	2,1	2,1	2,1	2,3	0,1
No transables	36,7	5,1	5,2	5,0	5,2	5,2	0,4
Regulados	9,0	6,4	8,7	10,4	10,8	9,4	20,9
Alimentos	29,5	8,5	11,9	12,7	12,9	13,1	78,4
Hortalizas, frutas, tubérculos y leche	7,1	6,6	22,2	23,7	21,1	21,9	64,9
Cereales, aceites y otros	5,3	9,1	15,7	16,5	19,5	19,0	31,2
Comidas fuera del hogar y otros	9,5	7,6	7,0	7,0	6,7	7,2	(1,1)
Carne de res y sustitutos	7,4	11,1	3,6	5,1	6,6	6,4	(16,6)

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Como se ha señalado en informes previos, el ascenso de la inflación durante buena parte de 2008 fue el resultado de choques externos en alimentos y combustibles que no fueron previstos inicialmente y que ejercieron presiones sobre otros precios de la economía vía aumentos en los costos de producción. Dichas presiones también repercutieron en la formación de expectativas, lo que, junto con la activación de diversos mecanismos de indexación, frenaron el descenso de otros precios usualmente más afectados por la demanda. Así, estos efectos de segunda ronda limitaron el ajuste normal en los precios relativos, que en circunstancias normales hubiera permitido soportar un poco más las presiones externas.

El aumento de la inflación debido al alza en los precios internacionales de los combustibles, materias primas y los alimentos fue un fenómeno que se empezó a observar desde finales de 2006, pero que se intensificó a partir de octubre de 2007 y hasta la primera mitad de 2008, dejando secuelas en la inflación mundial. Un amplio conjunto de países, tanto desarrollados como emergentes, sufrieron fuertes aumentos en sus indicadores de inflación y en un buen número de ellos las metas no se cumplieron (véase p. 19).

En Colombia el ciclo alcista de los precios vino acompañado de aumentos en las tasas de interés por parte del Banco de la República desde mediados de 2006, en momentos cuando la economía crecía fuertemente y cuando la inflación alcanzaba

INFLACIÓN Y METAS EN EL MUNDO

En los dos últimos años el repunte de los precios al consumidor fue generalizado en los países emergentes. En los países desarrollados los aumentos se dieron hasta mediados de 2008, pero con la fuerte desaceleración de la demanda mundial a partir del tercer trimestre la inflación comenzó a ceder (principalmente en los Estados Unidos, Europa, Nueva Zelanda y Canadá). Durante 2007 y 2008 en un conjunto amplio de economías se incumplieron las metas de inflación trazadas por las autoridades monetarias respectivas; aunque en 2008, la excepción más sobresaliente fue Brasil (Cuadro A).

En todos los países el comportamiento alcista de los precios al consumidor fue impulsado por los alimentos y los combustibles, pero no se concentró sólo en estos rubros. También la inflación básica, aquella que recoge las presiones de demanda, de costos y de expectativas, y que suele excluir del IPC los alimentos y combustibles, aumentó en numerosos países.

Las mayores presiones inflacionarias observadas durante 2007 y 2008 se originaron por el fuerte crecimiento de la demanda

mundial, en buena parte resultado del alto dinamismo de las principales economías emergentes del mundo (Brasil, Rusia, India y China, conocidas como el grupo BRIC). Esta situación presionó al alza los precios de los productos básicos (alimentos, minerales e insumos agrícolas).

El encarecimiento del petróleo en los mercados internacionales no sólo impulsó el precio de la gasolina, los fletes del transporte y los agroquímicos, también consolidó a los biocombustibles como fuente alternativa de energía. El efecto inmediato del auge de la agricultura energética fue quitarle factores productivos a la agricultura de alimentos en muchas partes del mundo, situación que agudizó aún más las alzas en sus precios. A esto último también contribuyeron factores climáticos adversos en diferentes zonas del planeta, además de una inesperada especulación mundial sobre los precios de los bienes básicos concentrada en la primera mitad de 2008. Todo lo anterior condujo a que los precios internacionales de los alimentos alcancen máximos niveles históricos a mediados de 2008.

Cuadro A
Metas e inflación en varias economías

Muestra de países	Rango meta 2008	2006	2007	2008	Inflación de alimentos
Chile	3,0 (+/- 1,0)	2,6	7,8	7,1	14,7
Brasil	4,5 (+/- 2,0)	2,8	4,5	5,9	11,1
México	3,0 (+/- 1,0)	4,1	3,8	6,5	10,2
Colombia	4,0 (+/- 0,5)	4,5	5,7	7,7	13,2
Perú	2,0 (+/- 1,0)	1,1	3,9	6,7	9,7
Estados Unidos		2,5	4,1	0,1	5,9
Europa	0-2 ^{a/}	1,9	3,1	1,6	3,2
Inglaterra	2,0	3,0	2,1	3,1	10,4
Canadá	(2,0)+/- 1,0	1,7	2,4	1,2	7,3
Nueva Zelanda	(2,0)+/- 1,0	3,0	3,2	3,4	9,4
China		2,8	6,5	1,2 ^{b/}	5,9 ^{b/}
Rusia		9,0	11,9	13,3	16,0
Indonesia		6,6	4,9	11,6	16,4

a/ Europa no tiene esquema de inflación objetivo, pero sí plantea un rango aceptable para la inflación de largo plazo.

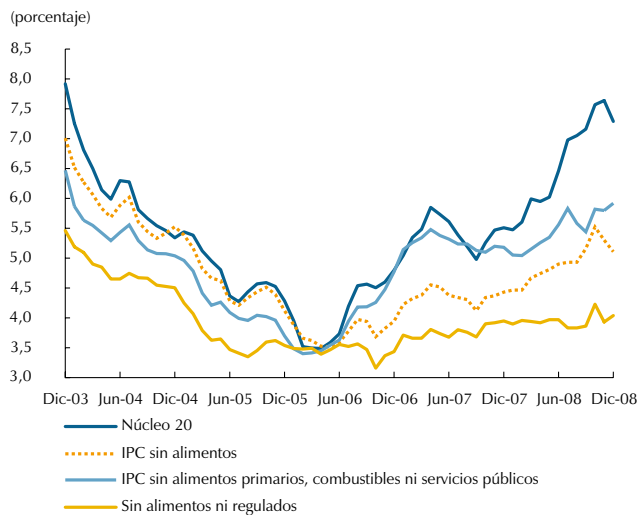
b/ Datos a noviembre de 2008.

Fuente: Bloomberg, Datastream.

niveles muy bajos. En otros países, que también atravesaban por una fase de expansión, los aumentos de tasas también se dieron, aunque de manera más tardía, y se mantuvieron hasta el tercer trimestre de 2008.

Hacia finales de 2008 el debilitamiento de la demanda mundial eliminó rápidamente las presiones alcistas sobre precios y las sustituyó por presiones a la baja

Gráfico 2
Indicadores de inflación básica anual



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

que empezaron a permitir el descenso de la inflación en muchos países. Sin embargo, en América Latina, incluida Colombia, este proceso de transmisión de menores precios externos a precios internos parece haber sido más lento.

1. La inflación básica

La inflación básica, medida por los indicadores del Banco, aumentó durante buena parte de 2008 por encima del rango meta para el año, y tan sólo en el último trimestre esta tendencia mostró algunos signos de moderación (Gráfico 2). El promedio de tres indicadores (IPC sin alimentos, núcleo 20 e IPC sin alimentos primarios, servicios públicos ni transporte) cerró el año en 6,1%, aumentando frente a los datos de septiembre (5,9%) y diciembre de 2007 (5,0%). En particular, la inflación sin

alimentos aumentó de manera importante y gradual desde finales de dicho año y hasta octubre; no obstante, en noviembre y diciembre se presentaron algunos descensos, terminando el año en 5,1% (Cuadro 1, Gráfico 2).

Un cuarto indicador, que excluye la totalidad de los IPC de alimentos y de regulados tuvo un comportamiento muy estable a lo largo de 2008 en torno del 4%. Esto muestra que las presiones inflacionarias se concentraron casi en su totalidad en estas dos subcanastas y que estuvieron relacionadas con las presiones externas. Indicadores menos amplios, obtenidos a partir de otras clasificaciones de la canasta del consumidor como el IPC de servicios intensivos en mano de obra, tampoco mostraron aumentos permanentes en su variación anual (véase p. 21).

En general, aunque el aumento de los indicadores de inflación básica estuvo distorsionado por choques exógenos, también se evidenciaron presiones de costos (por materias primas y transporte) y procesos de indexación, especialmente a través de las

tarifas de servicios públicos, que denotan la existencia de una inflación de carácter más estructural también en ascenso. Para explicar lo anterior se puede citar el comportamiento del indicador de difusión de la inflación, el cual mide el porcentaje de la canasta del IPC (número de artículos por su ponderación) que presenta ajustes anuales mayores que el punto medio de la meta de inflación. A diciembre de 2008 dicho guarismo se encontraba cercano al 80% y estaba aumentando (Gráfico 3).

Al descomponer el IPC sin alimentos entre las subcanastas de regulados, transables y no transables, es claro que el grueso de las presiones alcistas sobre la inflación durante 2008 se concentró en la primera de ellas

Gráfico 3
Índice ponderado de difusión de la inflación



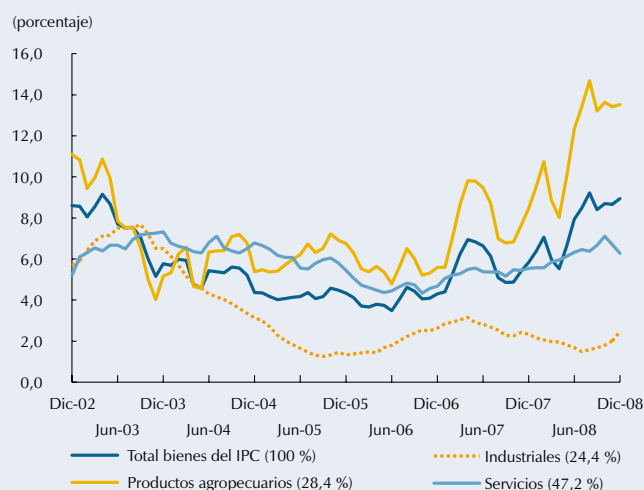
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA INFLACIÓN POR ACTIVIDAD ECONÓMICA

Al clasificar los diferentes rubros que conforman la canasta familiar del DANE por actividad económica (industria, agropecuario y servicios) se encuentra que el grupo que terminó el año pasado con mayor inflación fue el agropecuario (13,5%), siendo, a la vez, el componente del IPC que más contribuyó a acelerar la inflación a lo largo de 2008 (Gráfico A). Este grupo recogió las alzas en los precios de la papa observada en el primer semestre, y del arroz y las hortalizas registradas en el segundo semestre.

Por su parte, el comportamiento alcista de los precios en el grupo servicios (6,3%) estuvo determinado por las alzas en los combustibles (11,9%) y los servicios públicos (13,5%); presiones que sólo cedieron a finales del año 2008. Arriendos (5,2%)

Gráfico A
Inflación anual por actividad económica

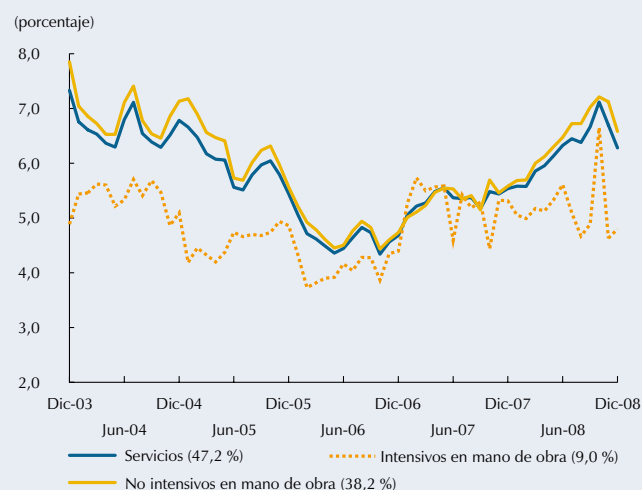


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

presionó el agregado solamente a partir del último trimestre del año (Gráfico A). La variación anual de la subcanasta de servicios intensivos en mano de obra no presentó repuntes permanentes durante 2007 y 2008, fluctuando en torno de 5%. Estas variaciones son mayores que las observadas en 2006 lo que sugiere la presencia de algunas presiones salariales en estos últimos años, aunque moderadas (Gráfico B).

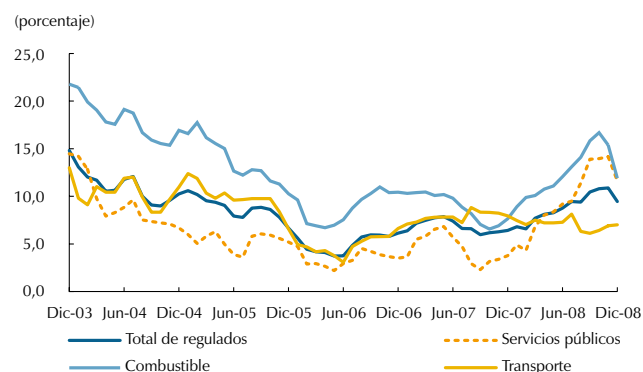
Finalmente, los precios de la industria (2,46%), grupo que contiene los bienes durables y semidurables del IPC, se vieron beneficiados por la apreciación del peso con respecto al dólar en años recientes. En este grupo se nota un leve repunte de la inflación a final de año, tal vez generado por la reciente devaluación del tipo de cambio (Gráfico A).

Gráfico B
Inflación anual de los servicios del IPC



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4
Inflación anual de regulados por componentes



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

(Cuadro 1, Gráfico 4). La variación anual del IPC de regulados terminó el año en 9,5%, muy por encima del registro de diciembre de 2007 (6,4%) y de las previsiones del Banco. La inflación de regulados mantuvo una tendencia ascendente en 2008, la cual se extendió hasta noviembre pasado. Sólo en diciembre se registró un alivio gracias a la disminución de las tarifas de gas domiciliario.

Además de las alzas en los precios de los combustibles (gasolina y gas hasta octubre) y de los reajustes en las tarifas de transporte, el IPC de regulados también estuvo presionado por aumentos en las tarifas de energía

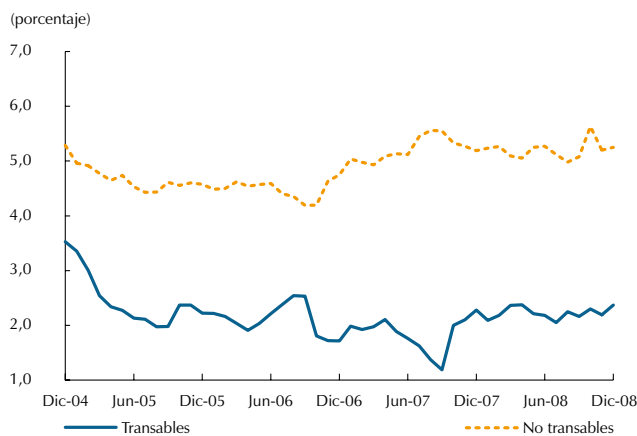
eléctrica y, en menor medida, de acueducto. Parte de estos incrementos se deben a la activación de mecanismos de indexación que se encuentran presentes, de forma explícita o tácita, en las fórmulas de regulación de dichas tarifas. Por ejemplo, los aumentos de los precios al productor y de los costos de materias primas inciden en los precios de los servicios públicos a través de estos mecanismos.

En el caso de la energía, el aumento de la demanda en los últimos años, unido a una baja inversión en hidroeléctricas, ha forzado a las empresas productoras a acudir a fuentes de generación más costosas y dependientes de las cotizaciones internacionales de los combustibles, como las centrales térmicas. Por estas mismas razones es probable que en 2009 continúen presentándose aumentos en las tarifas por encima de las metas¹. A ello se sumaría el hecho de que algunos contratos de compra de suministros de combustibles para finales de 2008 y para todo 2009 fueron pactados a precios altos, antes de su caída en el cuarto trimestre.

Por otro lado, la abrupta reducción del precio internacional del petróleo en el cuarto trimestre no se transmitió al precio interno de la gasolina. En primer lugar, porque entre julio y diciembre de 2008 se acumuló una devaluación del peso con respecto al dólar superior al 30%. Segundo, porque el Gobierno central decidió congelar el precio en los altos niveles observados en octubre.

Las circunstancias anteriores frenaron la caída de la inflación de regulados a finales de año. Aún así, hacia futuro deberá verse una reducción significativa gracias a que el precio de los combustibles dejó de aumentar, y a que se moderarían las alzas en el precio del transporte público.

Gráfico 5
Inflación anual de transables y no transables sin alimentos ni regulados

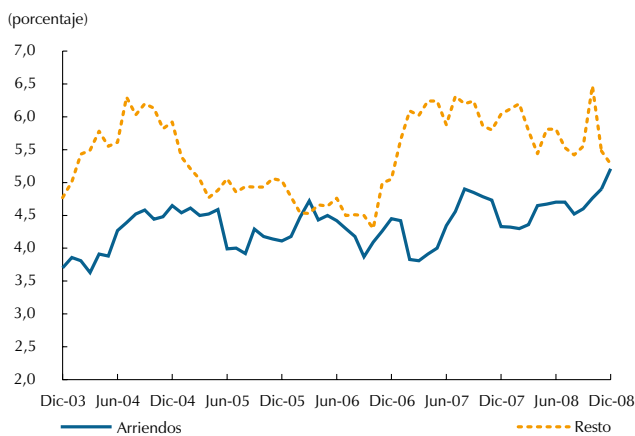


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Contrario al comportamiento de los regulados, ni la subcanasta de transables ni la de no transables (sin alimentos ni regulados) impulsaron la inflación de 2008. Excluyendo el salto transitorio de octubre, la variación anual del IPC de no transables se mantuvo a lo largo de 2008 entre 5,0% y 5,3% (Gráfico 5). Esta estabilidad contrasta, sin embargo, con las predicciones del Banco, que señalaban alguna disminución en el indicador como resultado del debilitamiento del consumo. Es probable que las mayores expectativas de inflación, su persistencia y el aumento de costos de producción hayan contrarrestado las menores presiones de demanda. La variación anual del índice de los arriendos, en ascenso desde 2007 y hasta finales de 2008 (Gráfico 6), puede ser una manifestación de

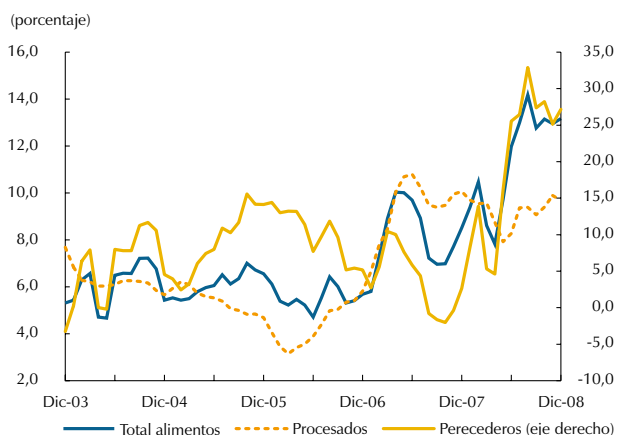
1 Los próximos proyectos que van a ampliar la capacidad de generación agregada del país sólo estarán listos a finales de 2010 (Porce III, el proyecto más importante), en 2011 (Manso, Guarinó y Chaparral) y en 2013 (Hidrosogamoso). Por esta razón, y a pesar de que se espera un crecimiento débil de la demanda, se mantendrían las presiones sobre la capacidad instalada.

Gráfico 6
Inflación anual de no transables: arriendos y “resto”



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 7
Inflación anual de alimentos: perecederos y procesados



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

la indexación de los precios y de la persistencia de la inflación en Colombia.

Por su parte, el IPC de transables sin alimentos ni regulados registró una variación anual cercana al 2,2% en buena parte de 2008, pero repuntó levemente en el último trimestre para cerrar en 2,4%. El factor que permitió mantener baja la inflación del grupo de transables fue la apreciación de los últimos años del peso con respecto al dólar, la cual compensó las presiones inflacionarias derivadas de los costos de transporte, entre otros. El leve repunte de la inflación de transables a finales del año pasado estaría asociado con la devaluación del tipo de cambio registrada en la segunda mitad de 2008.

2. Los precios de los alimentos

El IPC de alimentos presentó una variación anual que fluctuó alrededor del 13% durante el cuarto trimestre (Gráfico 7). Aunque se frenó la tendencia alcista que traía este indicador desde mediados de 2006, su desempeño distó mucho de los pronósticos que se tenían en informes anteriores, los cuales anticipaban un descenso importante.

En los últimos tres meses los precios de alimentos perecederos, como las hortalizas y frutas, mantuvieron ajustes anuales muy altos, pese a que se esperaban reducciones dado el ciclo normal de la oferta de estos

productos. Por otro lado, los cereales y aceites, alimentos en buena parte importados, no respondieron a la caída de los precios internacionales, y por el contrario, su variación anual continuó aumentando entre septiembre y diciembre. Este fenómeno se explica, en parte, por el efecto que tuvo la depreciación del peso frente al dólar en los costos de importación del trigo y maíz, aunque también guarda relación con el encarecimiento del arroz, en parte por las dificultades que hubo para concretar su importación a finales de año².

2 El arroz salió del Sistema Andino de Franja de Precios desde diciembre de 2003, y desde esa fecha Colombia fijó un arancel de 80% a las importaciones originarias de terceros países diferentes a la Comunidad Andina, agrupación con la cual el arancel es de 0%. En 2008 Venezuela y Ecuador cerraron las exportaciones de arroz, agudizando la disponibilidad interna del cereal. Recientemente, el Ministerio de Agricultura y el de Comercio Exterior acordaron la importación de un contingente de 75.000 toneladas de arroz, a cero arancel, para suplir la demanda interna y estabilizar los precios.

Para el año completo, cerca del 80% de la aceleración de la inflación fue explicada por el IPC de alimentos (Cuadro 1). Como se mencionó en informes anteriores, esta tendencia, que venía presentándose desde hace dos años en varios países además de Colombia, guarda estrecha conexión con el fuerte incremento en los precios internacionales del petróleo y su efecto sobre los precios de los alimentos y de los insumos para la agricultura (véase p. 19). Dichos aumentos han repercutido en los costos de producción y de transporte en Colombia, motivando alzas en los precios de una amplia gama de ítems alimenticios producidos internamente y que tienen bajo grado de transabilidad.

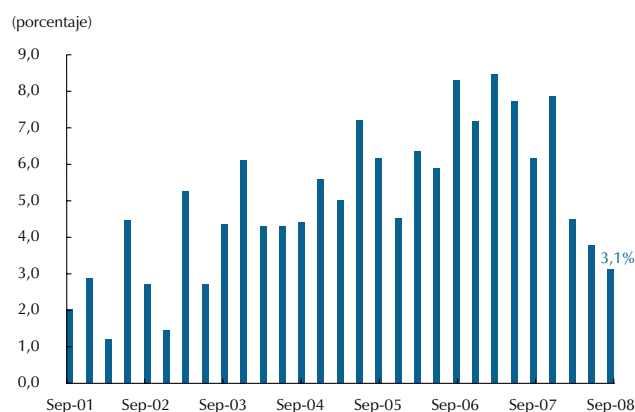
El panorama anterior se ha complicado aún más por la presencia de problemas climáticos que afectaron y aún afectan las cosechas de cereales en varias zonas productoras del mundo³. A esto se suma, la actividad especulativa de numerosos fondos de inversión en el mundo que exacerbó las alzas más allá de lo requerido para cerrar la brecha entre oferta y demanda.

De igual manera fenómenos tales como una baja elasticidad de la oferta agrícola en algunos productos (como las hortalizas) también estarían ayudando a extender las alzas en Colombia. Según la Asociación de Hortalizas y Frutas de Colombia (Asohofrucol) en los últimos años la oferta ha sido insuficiente para atender el crecimiento de la demanda. Finalmente, durante el cuarto trimestre las intensas lluvias en el país pueden haber afectado la oferta agropecuaria y encarecido el transporte.

B. DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

1. Demanda agregada en el tercer y cuarto trimestres

Gráfico 8
Crecimiento real anual del PIB



Fuente: DANE.

La actividad económica interna continuó desacelerándose durante el tercer trimestre del año. De acuerdo con el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), el crecimiento anual en este periodo fue 3,1%, algo menor que lo esperado en el *Informe sobre Inflación* de septiembre, en el cual se consideraba una expansión para todo 2008 de 3,5%. El DANE también revisó las cifras para el segundo trimestre ligeramente hacia arriba (de 3,7% a 3,8%), con lo cual el crecimiento en los tres primeros trimestres del año ascendió a 3,8%, muy por debajo del resultado de 2007 (7,5%) (Gráfico 8).

3 Hacia finales de 2008 y comienzos de 2009 una intensa sequía ha amenazado un porcentaje importante de la producción de cereales en Argentina, Uruguay y el sur de Brasil, lo que podría tener consecuencias futuras sobre los precios internacionales.

Las cifras del tercer trimestre muestran que la desaceleración más fuerte se dio en las exportaciones reales, principalmente debido a caídas en los volúmenes exportados de café y carbón, pero también por menores exportaciones no tradicionales (textiles, confecciones, plásticos y maquinaria) dirigidas a los Estados Unidos y Venezuela. Las importaciones, por su parte, también se desaceleraron, pero en menor medida que las exportaciones (Cuadro 2), así, la demanda externa neta hizo un aporte negativo al crecimiento de 1,3 puntos porcentuales (pp).

Con respecto a la demanda interna, el consumo privado continuó debilitándose, especialmente en lo que corresponde al de bienes durables, cuyo crecimiento anual pasó de 2,0% en el segundo trimestre a 0,4% en el tercero. El pobre desempeño de este agregado fue compensado por la dinámica de la inversión (formación bruta de capital), la cual continuó mostrando un ritmo de expansión elevado, e incluso mayor que el observado en la primera mitad del año gracias a la recuperación de las obras civiles (de -7,8% entre abril y junio a 10,3% entre julio y septiembre). La inversión en edificaciones también tuvo un crecimiento significativo, y algo similar sucedió con el resto de la inversión privada a juzgar por el alto crecimiento que se observó en las importaciones de bienes de capital hasta esa fecha (23,9% en dólares) (Cuadro 2).

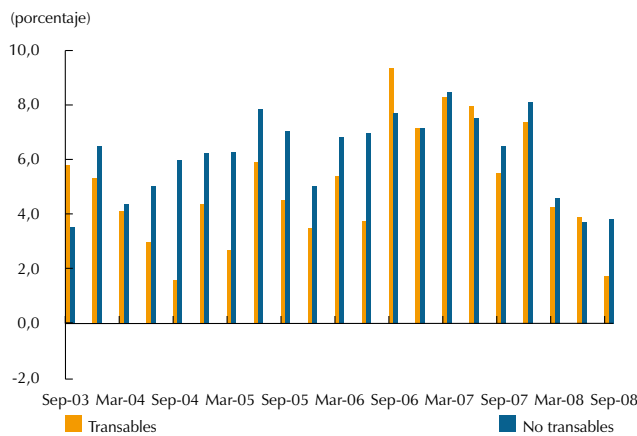
Cuadro 2
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto
(porcentaje)

	2006	2007	2008				2008 (proy)
			I trim.	II trim.	III trim.	IV trim. (proy)	
Consumo final	6,2	6,9	3,7	2,3	2,0	2,0	2,5
Hogares	6,8	7,6	4,1	2,5	2,0	1,8	2,6
Gobierno	4,2	4,5	2,1	1,5	1,9	2,5	2,0
Formación bruta de capital	19,1	13,7	9,1	9,3	12,0	9,0	9,8
Demanda interna	8,9	8,5	4,9	4,0	4,4	3,6	4,2
Exportaciones totales	8,0	11,4	13,1	9,6	1,4	(6,0)	4,1
Importaciones totales	16,2	13,9	11,7	8,2	7,0	5,0	7,9
PIB	6,9	7,5	4,5	3,8	3,1	1,4	3,2

(proy) proyección.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El consumo del Gobierno siguió creciendo a tasas anuales bajas (1,9%), pero recuperándose un poco con respecto a lo observado un trimestre atrás debido a dos factores, principalmente. El primero corresponde a la aceleración del gasto militar, en especial de los gastos generales y servicios personales; dinámica que debería mantenerse en las cifras del cuarto trimestre de 2008. El otro factor está relacionado con un aumento del gasto en servicios técnicos, los cuales están compuestos por salarios y servicios generales asociados con la ejecución de las obras civiles en cabeza

Gráfico 9
Crecimiento anual del PIB de transables y no transables



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

de las entidades territoriales; de esta forma se empezó a superar el rezago en estas actividades observado en la primera mitad del año, lo que afectó el crecimiento.

Desde el punto de vista de la oferta, la desaceleración entre el segundo y tercer trimestres se concentró en el producto interno bruto (PIB) de sectores transables que pasó de crecer 3,9% a 1,8%, mientras que el PIB de los no transables aumentó a un ritmo anual de 3,9%, muy similar al observado un trimestre atrás (3,7%) (Gráfico 9). El sector transable que más afectó el crecimiento fue la industria manufacturera, la cual se contrajo 2,3% en el trimestre. A este nivel los subsectores con mayores caídas fueron los vehículos, por problemas de demanda interna y externa; el sector azucarero, por la huelga de

los corteros de caña; los textiles, también por problemas de demanda externa (en los Estados Unidos y Venezuela), y el sector de refinación de petróleo (Cuadro 3).

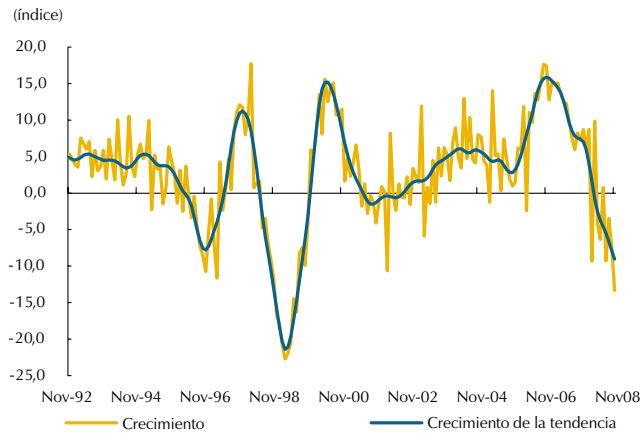
Para el cuarto trimestre los indicadores disponibles continuaron mostrando resultados por debajo de lo previsto en el informe anterior y con una marcada tendencia decreciente. El caso más evidente es el de la industria, sector que en octubre y noviembre presentó fuertes caídas frente a los mismos meses del año anterior (7,5%

Cuadro 3
Crecimiento real anual del PIB sectorial
(porcentaje)

	2006	2007	2008				2008 (proy)
			I trim.	II trim.	III trim.	IV trim. (proy)	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3,9	3,9	3,8	4,4	1,2	2,6	3,0
Explotación de minas y canteras	3,2	2,9	4,6	8,3	10,1	5,7	7,1
Industria manufacturera	6,8	9,5	2,0	1,3	(2,4)	(8,3)	(1,9)
Electricidad, gas y agua	3,1	3,7	0,7	1,7	1,4	1,1	1,2
Construcción	13,5	11,5	1,2	5,0	16,8	6,9	7,3
Edificaciones	11,8	1,1	25,6	27,6	26,3	17,3	24,1
Obras civiles	14,8	19,1	(14,2)	(7,9)	10,4	0,3	(3,2)
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	8,7	8,7	2,5	2,7	0,0	1,2	1,6
Transporte, almacenamiento y comunicación	9,2	11,0	9,3	4,9	3,4	2,7	5,0
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	6,7	7,3	7,5	4,9	6,5	5,3	6,0
Servicios sociales, comunales y personales	4,7	4,7	4,0	2,7	2,6	2,4	2,9
Subtotal valor agregado	6,5	7,2	4,3	3,6	3,2	1,5	3,1
Impuestos menos subsidios	11,6	11,5	6,9	5,6	2,8	0,6	3,9
PIB	6,9	7,5	4,5	3,8	3,1	1,4	3,2

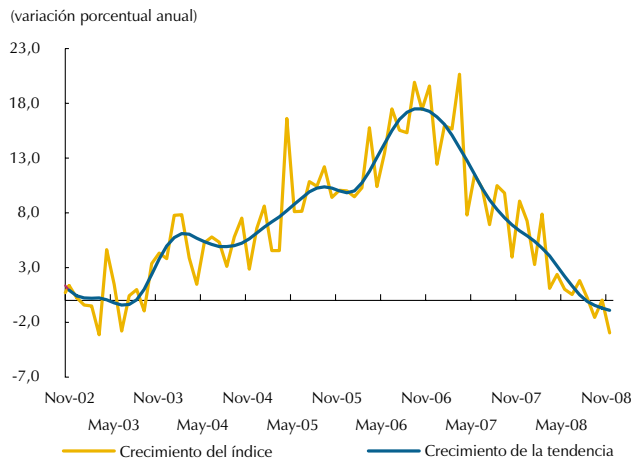
(proy) proyección.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 10
Producción real de la industria (sin trilla de café)
(variación porcentual anual)



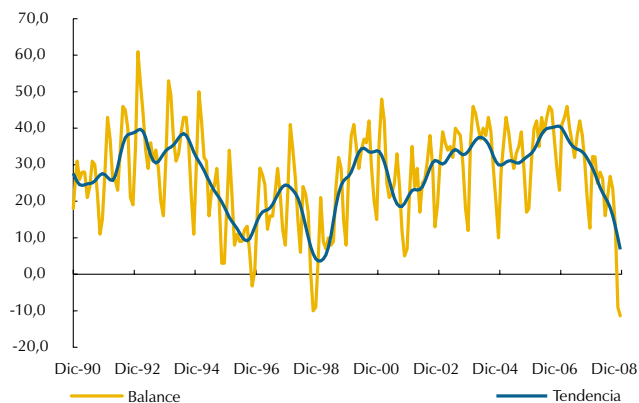
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 11
Ventas del comercio al por menor sin combustibles
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 12
Expectativas de producción industrial a tres meses



Fuente: Fedesarrollo (EOE); cálculos del Banco de la República.

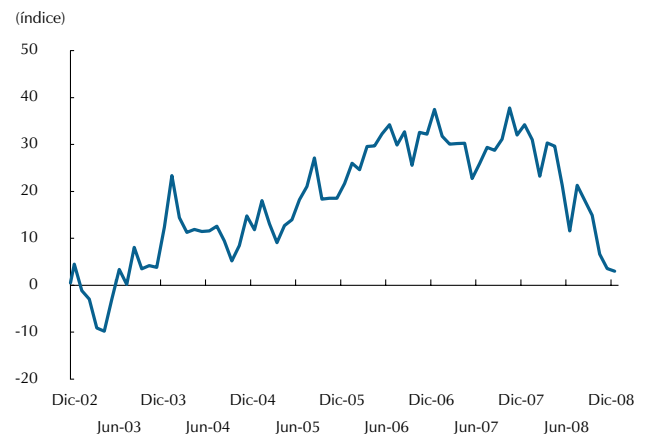
y 13,3%, respectivamente) (Gráfico 10). En comercio también se registró una caída de las ventas al por menor en noviembre (de 2,9% anual) en buena medida concentrada en vehículos (Gráfico 11).

Las encuestas de opinión realizadas a empresarios confirman el debilitamiento de la actividad económica observado en los indicadores sectoriales, y además muestran que los encuestados son muy pesimistas con respecto al desempeño de sus sectores hacia el primer semestre de 2009 (Gráfico 12).

Por el lado del consumo, el indicador de confianza de Fedesarrollo mantuvo una tendencia decreciente en octubre y diciembre, alcanzando niveles que no se observaban desde mediados de 2003 (Gráfico 13). Este indicador es el resultado de varias preguntas que consultan la disponibilidad de los consumidores para adquirir bienes durables y no durables y sus expectativas a corto plazo. Las cifras de diciembre muestran un deterioro en todas las preguntas, pero en especial en las que hacen referencia a las expectativas de la situación económica a seis meses.

Teniendo en cuenta lo anterior, en este informe se estima un crecimiento anual de 1,4% para el cuarto trimestre de 2008, con lo cual el PIB del año completo crecería 3,2% (cuadros 2 y 3). Con respecto a la demanda interna, se estima que aumentó 3,6% en el último trimestre del año, cifra inferior a la observada hasta septiembre. Esto por cuenta de un consumo que se mantiene débil

Gráfico 13
Indicador mensual de consumo de Fedesarrollo



Fuente: Fedesarrollo.

y de una inversión que cede un poco debido a un menor crecimiento de las obras civiles (primordialmente por una base de comparación muy alta en 2007, en lugar de una reducción del nivel del gasto).

Por su parte, las exportaciones caerían en pesos reales en el cuarto trimestre, siguiendo las tendencias observadas hasta septiembre. Las importaciones reales también se desacelerarían a finales de año tal y como se ha observado en el pasado reciente y de manera afín con el poco crecimiento del consumo (Cuadro 2) (véase p. 29).

Por el lado de la oferta el pronóstico supone una caída anual del PIB de la industria de 8,3% en el cuarto trimestre, acorde con las cifras de la muestra mensual manufacturera a noviembre. El comercio presentaría una ligera expansión debido al buen desempeño que reportaron las grandes superficies y el sector hotelero, según diversas estadísticas gremiales (Cuadro 3).

Los nuevos pronósticos para 2008 son un poco menores que los presentados en el informe de septiembre, y esto es explicado por una reducción de la proyección de industria y agricultura. Por el lado de la demanda los componentes más castigados fueron las exportaciones y el consumo de los hogares.

En general, en 2008 el crecimiento estuvo afectado negativamente por un debilitamiento de la demanda agregada, en parte previsto, y que estuvo asociado con el aumento de las tasas de interés y con una drástica disminución de las exportaciones a Venezuela en algunos sectores, como el de vehículos. Así mismo, el aumento de la inflación más allá de lo proyectado castigó el poder adquisitivo de los ingresos de los hogares, afectando el consumo y aumentando los costos de las materias primas, que a su vez golpearon negativamente a la oferta agregada. La reducción de la inversión y del gasto público a nivel local también fue un evento que restó dinamismo a la demanda interna, lo que no fue plenamente considerado en los pronósticos iniciales. Adicionalmente, en el segundo semestre se presentaron diversos paros y huelgas, difíciles de prever, que también disminuyeron el crecimiento, aunque de manera transitoria. Por último, hacia finales de año el recrudecimiento de la crisis financiera internacional puede haber tenido algunas repercusiones negativas sobre la demanda externa, que no fueron anticipadas en un comienzo.

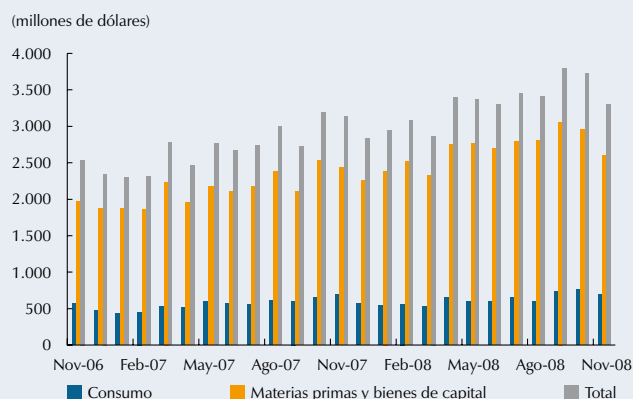
Dada la incertidumbre que se cierne sobre los pronósticos, consideramos que el rango de crecimiento más apropiado para todo 2008 sería entre 3% y 3,5%, menor que el publicado en el documento de septiembre (entre 3,0% 4,0%). La amplitud de este intervalo depende de diversos escenarios de ejecución del gasto público, tanto en consumo como en inversión, así como de diferentes grados de intensidad con los que la crisis internacional se haya transmitido a la economía colombiana a finales de año a través del sector exportador.

IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES DE BIENES EN DÓLARES

Importaciones

La desaceleración económica en la segunda mitad de 2008 no se reflejó claramente en un menor dinamismo de las importaciones de bienes. Aunque las cifras más recientes del DANE muestran que las importaciones de Colombia en dólares (CIF) en el período septiembre-noviembre crecieron 19,6% anual —una tasa inferior a la observada en lo corrido del año hasta agosto (22,7%) (Gráfico A)—, esta desaceleración se explicó sobre todo por cambios en precios más que en cantidades. En efecto, la variación promedio anual del IPP de importados en dólares fue de 1,0% anual entre septiembre y noviembre, mientras que entre enero y agosto creció 8,9%, en promedio. De lo anterior se puede inferir que las cantidades importadas compensaron parcialmente la caída en los precios en los últimos tres meses. De hecho, las importaciones totales, en toneladas, aumentaron alrededor de 8,0% en ese período.

Gráfico A
Importaciones de bienes



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por tipo, las compras externas de bienes de consumo en dólares crecieron a una tasa de 12% entre septiembre y noviembre, algo similar a lo observado en los primeros ocho meses del año, pero inferior al registro de 2007 (cuando crecieron en promedio 28,4%). La desaceleración, frente al año pasado, se concentró en bienes de consumo duraderos y en especial en los sectores de vehículos, y de armas y equipo militar (Gráfico B). En volumen, las importaciones de bienes de consumo se recuperaron y pasaron de caer anualmente 24,0% entre enero y agosto, a crecer 5,6% entre septiembre y noviembre. Lo anterior confirma que la desaceleración observada en las importaciones totales se dio por cambios en los precios.

Por su parte, las compras externas de materias primas y de bienes de capital (que representan cerca del 80% de las importaciones totales) también se desaceleraron en la segunda

Gráfico B
Importaciones de bienes en dólares,
variación anual



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

mitad de 2008, pero continuaron creciendo a tasas anuales altas (superiores al 20%). En cantidades, las importaciones de materias primas y de bienes de capital se aceleraron entre septiembre y noviembre, frente a lo corrido del año hasta agosto (pasaron de caer 7,2% a crecer 7,5% anual).

Cabe señalar que las cifras de las cuentas nacionales al tercer trimestre y las proyecciones del Banco para el cuarto muestran una desaceleración más marcada de las importaciones reales que la que se obtiene a partir de las cifras en dólares. Esta discrepancia puede obedecer al hecho de que en las cuentas nacionales se incluyen las importaciones de servicios, algo que no está disponible en dólares.

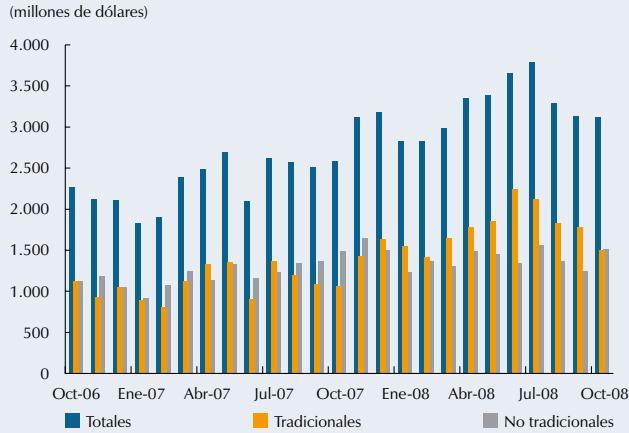
Exportaciones

Hasta octubre el debilitamiento de la demanda mundial había tenido cierto impacto en las exportaciones de bienes. Durante lo corrido de 2008 a octubre, las exportaciones totales del país (sin oro) aumentaron a una tasa promedio anual de 35%. Para el segundo semestre hasta octubre las exportaciones en dólares registraron una variación anual menor, aunque todavía muy alta (27,4%).

La desaceleración frente a la primera parte del año se concentró en las exportaciones no tradicionales (las cuales crecieron 4,8% anual entre julio y octubre), en particular en las exportaciones de alimentos procesados y de confecciones (Gráfico C). Entre julio y octubre las exportaciones tradicionales continuaron mostrando tasas de crecimiento anual

superiores al 50%, sobre todo por los altos precios (hasta septiembre) y la buena dinámica de las ventas de carbón y petróleo al exterior (Gráfico C).

Gráfico C
Exportaciones de bienes sin oro

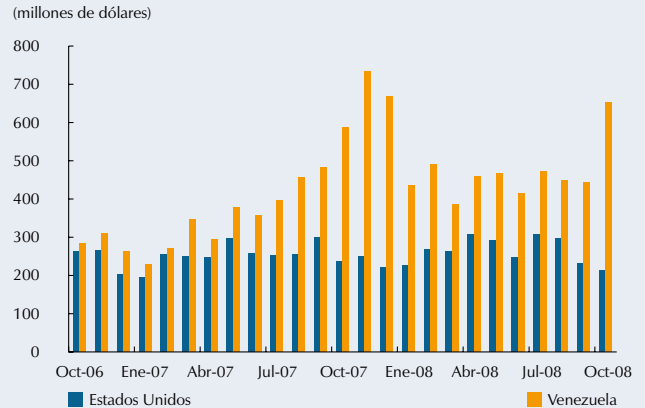


Fuente: DANE.

La menor demanda externa ha repercutido en las exportaciones no tradicionales hacia los Estados Unidos y Venezuela. Las dirigidas hacia el primer país crecieron en el período julio–octubre a un tasa anual de 0,4%, frente a un crecimiento de 6,6% en la primera mitad del año. Las dirigidas al país

vecino pasaron de crecer 41,2% en el primer semestre a 5,1% entre julio y octubre, aunque en octubre se observó una importante recuperación (Gráfico D).

Gráfico D
Exportaciones no tradicionales a los Estados Unidos y Venezuela



Fuente: DANE.

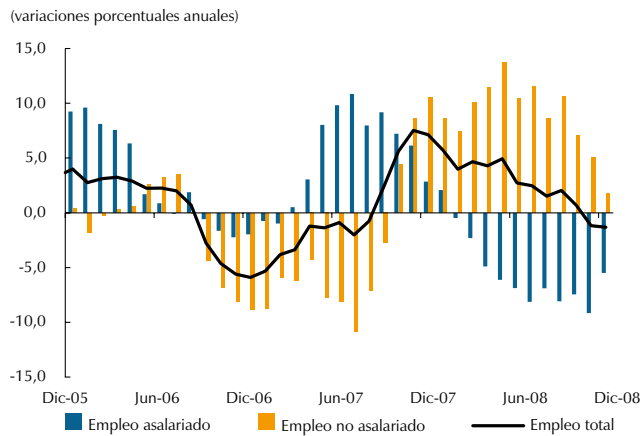
La desaceleración de las exportaciones no tradicionales se vio tanto en valores como en cantidades y afectó principalmente a los sectores de vehículos y textiles. Las restricciones impuestas por Venezuela a la importación de vehículos desempeñaron un papel importante en la fuerte caída de las ventas.

2. Mercado laboral y costos salariales

Al cuarto trimestre el debilitamiento de la actividad económica comenzó a reflejarse en el deterioro de las condiciones del mercado laboral y en particular en una disminución del empleo. La menor demanda laboral condujo a una caída en las tasas de ocupación, lo que se tradujo en incrementos anuales de las tasas de desempleo de mayor magnitud que los del anterior trimestre. Aunque la presencia de un mercado laboral más holgado menguó las presiones alcistas sobre los salarios a finales de año, las expectativas de los empresarios sobre incrementos salariales para 2009 se sitúan muy cerca del aumento decretado para el salario mínimo, lo que le podría colocar un piso a las tendencias bajistas del crecimiento de los salarios en el corto plazo.

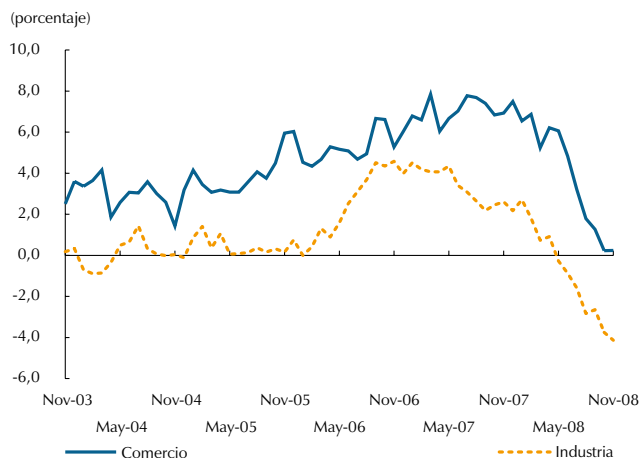
Según la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH) del DANE, en el cuarto trimestre los ocupados disminuyeron 1,3% a nivel nacional con respecto a igual periodo del año anterior. Como sucede desde comienzos de año, el empleo asalariado siguió cayendo, esta vez a una tasa de 5,5% anual, debido en buena parte a que los obreros y empleados del Gobierno decrecieron 9,8%, anualmente. El descenso en el empleo total no ha sido mayor gracias a que el empleo de trabajadores no asalariados continuó aumentando, en particular el de los cuenta propia (7,0% anual); aunque para el cuarto trimestre este tipo de empleo también perdió

Gráfico 14
Creación de empleo a nivel nacional, promedios móviles de orden 3



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 15
Empleo en la industria y el comercio, variación anual



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

impulso en comparación con los trimestres anteriores, tal como se esperaba en los informes precedentes (Gráfico 14).

Las cifras provenientes de las encuestas sectoriales confirman la destrucción de empleo. En el caso de la industria, a noviembre el empleo se contrajo a una tasa anual de 4,1%, mayor que la reportada en los meses anteriores, completando así siete meses de caídas anuales consecutivas. En este sector el empleo temporal es el que ha resultado más afectado; además, en los últimos dos meses el empleo permanente empezó a decrecer. En el comercio el ritmo de creación de empleo también se frenó: en noviembre creció a una tasa de -0,2% anual, mientras que en el tercer trimestre lo hacía, en promedio, al 2,1% (Gráfico 15). En este último sector la caída se concentró en los trabajadores permanentes.

El Cuadro 4 muestra cómo la eliminación de puestos de trabajo en el cuarto trimestre se tradujo en caídas anuales de las tasas de ocupación en todos los dominios de la GEIH. Estos descensos son más fuertes que las caídas de la participación laboral (medida por la tasa global de participación [TGP]) para cada uno de los distintos segmentos de la encuesta en el mismo periodo, lo que ha ocasionado un incremento anual generalizado de las tasas de desempleo, de manera más pronunciada en las ciudades principales. Las tasas de desempleo trimestrales se ubicaron en 10,6% y 10,9% para el total nacional y las trece ciudades principales, respectivamente, indicando aumentos de 0,5 pp y 1,0 pp con respecto al mismo trimestre del año anterior.

Los incrementos de la tasa de desempleo de mayor magnitud en las trece ciudades principales se concentraron en Ibagué, Cali y Medellín, mientras que tal tendencia fue mucho menor en Bogotá, Bucaramanga y Cúcuta. Estas dos últimas ciudades conservan tasas de desempleo cercanas a sus mínimos históricos, hecho que podría atribuirse al aumento de la actividad comercial que registró la zona de frontera con Venezuela hacia finales de año. Sin Bucaramanga y Cúcuta, durante el cuarto trimestre la tasa de desempleo de las otras once ciudades pasaría de 10% en 2007 a 11% en 2008.

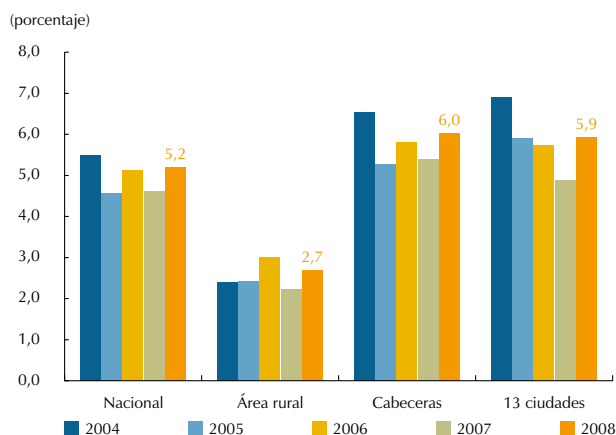
Las cifras laborales de los jefes de hogar, el segmento de la población que usualmente tiene condiciones más estables, reproducen los mismos patrones de comportamiento de los indicadores globales. Tanto sus tasas de ocupación como sus TGP registraron caídas, siendo de mayor magnitud las de las primeras, por lo que sus

Cuadro 4
Indicadores del mercado laboral (trimestre móvil)

	Trimestre (octubre-noviembre-diciembre)						Trimestre anterior ^{a/}
	2004	2005	2006	2007	2008	Diferencia 2007 y 2008	Diferencia 2007 y 2008
Tasa global de participación							
Nacional	61,4	61,3	57,5	59,5	58,2	(1,3)	0,5
Área rural	58,1	57,3	51,1	54,2	52,3	(2,0)	(0,0)
Cabeceras	62,5	62,6	59,6	61,2	60,1	(1,1)	0,7
Trece ciudades	63,8	64,1	60,6	62,4	62,2	(0,2)	1,1
Tasa de ocupación							
Nacional	53,9	55,1	51,0	53,7	52,1	(1,6)	0,2
Área rural	53,9	53,6	47,1	50,5	48,4	(2,1)	(0,7)
Cabeceras	53,9	55,6	52,2	54,7	53,2	(1,4)	0,4
Trece ciudades	55,1	56,3	53,3	56,3	55,5	(0,8)	0,7
Tasa de desempleo							
Nacional	12,1	10,2	11,4	9,8	10,5	0,7	0,5
Área rural	7,2	6,3	7,9	6,8	7,4	0,5	1,3
Cabeceras	13,7	11,3	12,3	10,6	11,4	0,7	0,3
Trece ciudades	13,6	12,0	12,1	9,8	10,7	1,0	0,5

a/ Corresponde a las variaciones anuales absolutas del trimestre julio-agosto-septiembre.
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 16
Tasa de desempleo de los jefes de hogar
(promedio octubre-noviembre-diciembre)



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

tasas de desempleo aumentaron en todos los dominios de la GEIH. Al igual que para la población total, el aumento anual de la tasa de desempleo es más pronunciado en las trece ciudades principales (1,0 pp, de 4,9% en 2007 a 5,9% en 2008) (Gráfico 16).

A pesar de la tendencia de la ocupación reportada en la GEIH y las encuestas sectoriales, 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. La excepción son los cotizantes a pensiones (AFP + ISS), caso en el cual se presentó un aumento mayor a finales de año; sin embargo, estas últimas cifras pueden presentar distorsiones dados los nuevos mecanismos de recolección de información (planilla integrada de liqui-

dación de aportes, PILA) y los mayores incentivos para afiliarse al sistema de seguridad social (Cuadro 5).

En general, las cifras de empleo muestran un mercado laboral menos estrecho, lo cual podría implicar menores presiones alcistas sobre los salarios y un mayor margen de negociación por parte de las empresas para pactar ajustes moderados en 2009, siempre y cuando las expectativas de inflación estén bajo control. Los

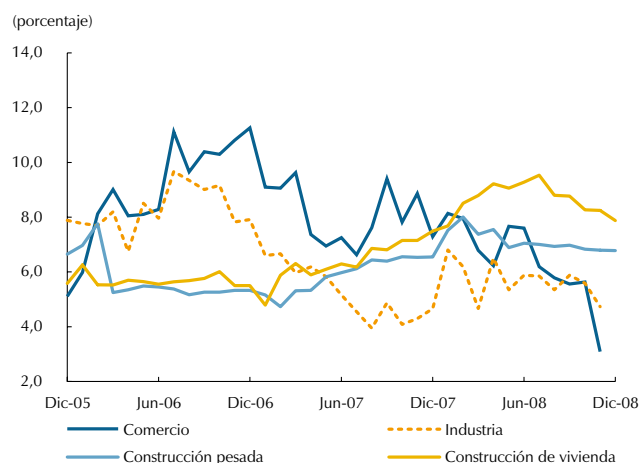
Cuadro 5
Indicadores de seguridad social en el total nacional

Subsistemas	2007	2008	Fechas de corte	Variación absoluta 2007-2008	Variación porcentual	
					2007-2008	Tres meses atrás
Trabajadores afiliados a las cajas de compensación	5.371.618	5.716.832	Noviembre	345.214	6,4	7,2
Afiliados ARP	5.930.285	6.148.177	Agosto	217.892	3,7	4,1
Cotizantes activos a pensiones (ISS + AFP)	5.281.063	5.807.659	Octubre	526.596	10,0	3,4
Cotizantes al régimen de pensiones ISS	1.815.504	1.879.936	Octubre	64.432	3,5	(1,6)
Cotizantes a fondos de pensiones obligatorias	3.465.559	3.927.723	Octubre	462.164	13,3	6,1
Afiliados a pensiones voluntarias	495.130	525.056	Noviembre	29.926	6,0	6,1

Fuente: Ministerio de la Protección Social, con datos de la Dirección de Riesgos Profesionales, Instituto de Seguros Sociales, Superintendencia Financiera de Colombia y la Superintendencia del Subsidio Familiar.

indicadores sectoriales de salarios disponibles para el cuarto trimestre parecen corroborar la existencia de un mercado laboral más holgado, ya que muestran aumentos iguales o menores que los de la tasa de inflación y con tendencia decreciente.

Gráfico 17
Índice de salarios nominales, variación anual



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

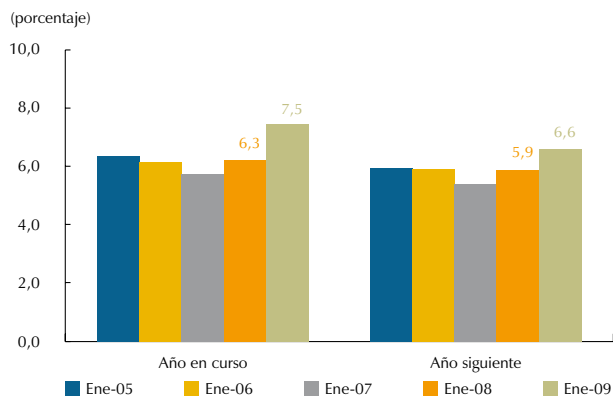
En particular, en noviembre se evidenció una desaceleración fuerte en los ajustes salariales del comercio (de 5,6% anual en octubre a 3,1% en noviembre), mientras que los de la industria se ajustaron a tasas cercanas al 4,7% (igualmente inferiores a las de los anteriores meses). A diciembre los salarios nominales de construcción de vivienda, segmento que registra los mayores ajustes salariales entre los que se tiene información disponible, crecieron a un ritmo anual de 7,9%, moderándose frente a septiembre (8,8%). Por su parte, los de construcción pesada (infraestructura) mantuvieron un ritmo de crecimiento de 6,8% a lo largo del cuarto trimestre (Gráfico 17).

A pesar del deterioro de las condiciones laborales, con la información disponible no es claro que el ritmo de ajustes salariales vaya continuar disminuyendo en 2009.

Esta incertidumbre surge de los resultados de la Encuesta regional de expectativas del Banco de la República, los cuales revelan que hacia comienzos de 2009 había aumentado la preocupación de los empresarios por su rentabilidad ante los futuros ajustes salariales.

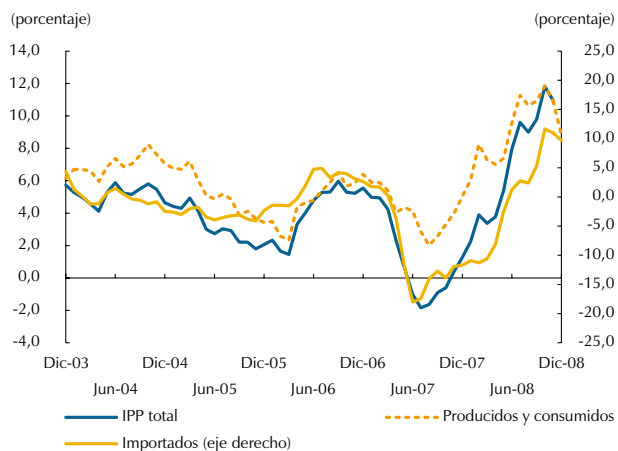
Según la encuesta trimestral de expectativas del Banco, recogida a comienzos de enero, los empresarios esperan incrementos salariales para el nuevo año por lo menos similares al reajuste autorizado para el salario mínimo, los que resultan superiores a los registrados en 2008. La misma encuesta señala que para 2010 los

Gráfico 18
Expectativas de incrementos salariales



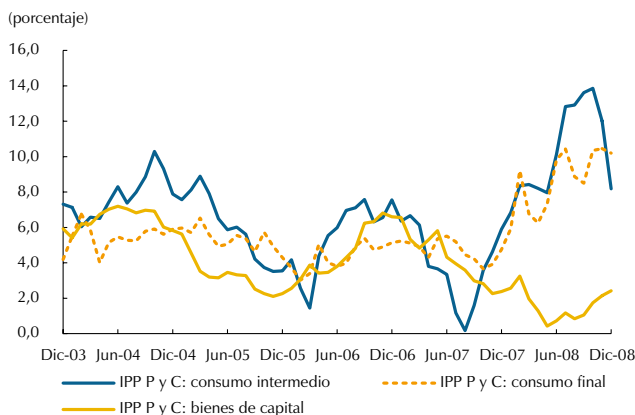
Fuente: Encuesta de expectativas trimestral, Banco de la República.

Gráfico 19
IPP total y por procedencia, variación anual



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

Gráfico 20
IPP producido y consumido (P y C) por destino económico, variación anual



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

empresarios esperan ajustes salariales anuales cercanos al 6,6% (Gráfico 18). Esta información pone en evidencia la permanencia de un mecanismo de indexación de los ajustes salariales afín con el incremento decretado del salario mínimo, lo que le coloca un piso a las tendencias bajistas del crecimiento anual de los salarios en el corto plazo.

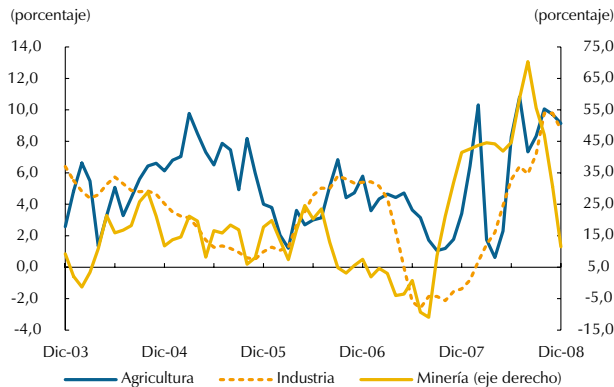
3. Otros costos

El comportamiento del índice de precios del productor (IPP) y de otros índices sugiere una moderación de las presiones de costos no salariales durante el cuarto trimestre del año. La desaceleración de los precios de materias primas, en especial la de los combustibles, resultó ser la principal razón que explica el menor ritmo de ajuste de los costos no salariales. No obstante, la reducción en la variación anual de los costos hubiera podido ser mayor de no haber sido parcialmente contrarrestada por la aceleración de la depreciación del peso que se dio en octubre y noviembre, principalmente.

A diciembre la inflación del productor, medida por el IPP total, fue 9%, cayendo por segundo mes consecutivo (Gráfico 19). Cabe decir que para octubre la inflación del IPP alcanzó el registro más alto durante el año (11,8%), cifra que no se observaba desde 2003. Desagregando el IPP según la procedencia de los bienes, la desaceleración del componente de producidos y consumidos, que también completó dos meses seguidos (pasó de 11,8% en octubre a 9,0% en diciembre) explicó la mayor parte del descenso de la inflación total.

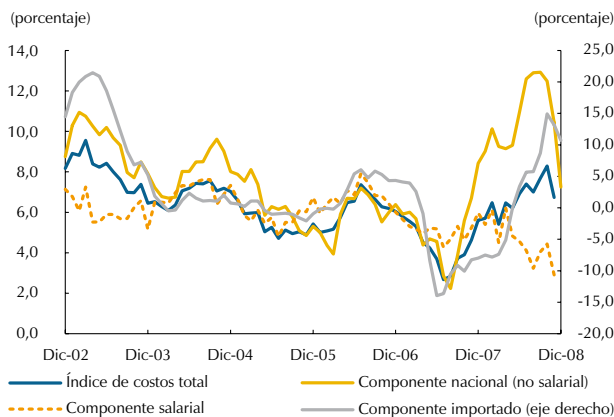
Cuando se descompone el IPP de producidos y consumidos por destino económico (clasificación CUODE), se evidencia que la reducción de la inflación de esta subcanasta se concentró en las materias primas (consumo intermedio), comportamiento asociado con la caída de los precios del productor del petróleo y gas, siguiendo las tendencias internacionales (Gráfico 20). Lo anterior se confirma al examinar el IPP por ramas de actividad económica, en donde se evidencia que el IPP de la minería, cuya inflación anual pasó de 47,1% en octubre a 11,5% en diciembre, fue el que más contribuyó a la caída de la inflación total (Gráfico 21).

Gráfico 21
IPP por ramas,
variación anual



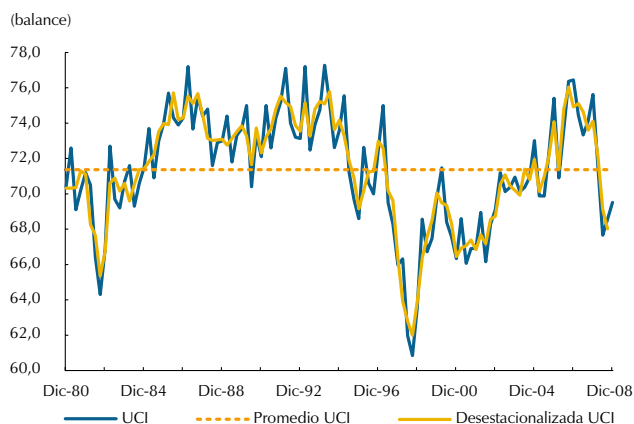
Fuente: antes de diciembre de 2006: Banco de la República; a partir de diciembre de 2006: DANE y cálculos del Banco de la República.

Gráfico 22
Índices de costos a partir de la matriz de contabilidad social
variación anual



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 23
Utilización de la capacidad instalada de
la industria - Fedesarrollo



Fuente: Fedesarrollo; cálculos del Banco de la República.

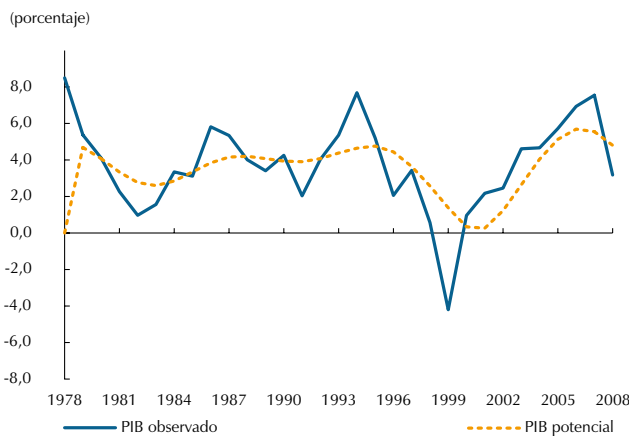
Utilizando el IPP se estimaron los índices de costo no laborales ponderados de acuerdo con la matriz de contabilidad social (SAM, por su sigla en inglés). Las cifras muestran que para el cuarto trimestre de 2008 las presiones inflacionarias originadas en los costos no salariales se atenuaron. El índice total de costos no salariales creció a una tasa anual de 8% en diciembre, frente a 11,9% en septiembre. Por procedencia, los costos de materias primas nacionales e importadas crecieron 7,2% y 10,7% anual en diciembre, respectivamente, tasas menores que las calculadas en el trimestre anterior. Cuando se tiene en cuenta el descenso en el ritmo de ajuste de los salarios (como se comentó en la sección anterior), se observa una moderación en el crecimiento de los costos totales de las firmas con respecto al anterior trimestre. En noviembre, último mes para el cual hay información, el indicador de costos totales presentó una variación anual de 6,7% frente a 7,7% en septiembre (Gráfico 22).

4. Excesos de capacidad productiva y presiones de demanda

Como se había anticipado en el informe de septiembre, durante 2008 se observó una reducción significativa de las presiones de demanda debido al debilitamiento en el ritmo de crecimiento económico. Esto deberá verse reflejado en la evolución de los precios durante 2009.

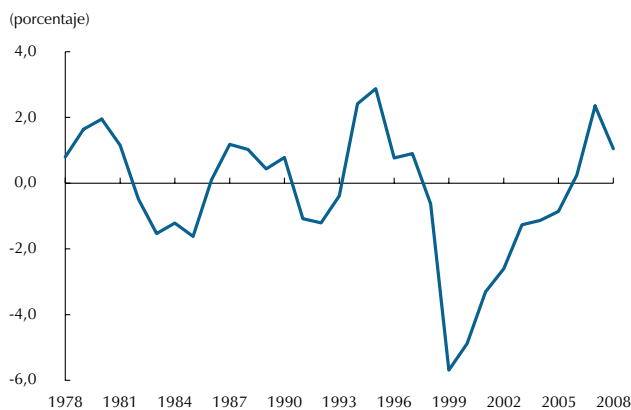
El menor dinamismo de la demanda afectó la utilización de la infraestructura productiva del país a lo largo del año. Los indicadores de utilización de la capacidad productiva de la industria, tanto de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) como de Fedesarrollo, presentaron una tendencia decreciente durante 2008. En particular, el dato de Fedesarrollo para el cuarto trimestre se ubicó en 69,5%, 6 pp menos que en diciembre de 2007 y significativamente por debajo de su promedio histórico (Gráfico 23). Su nivel actual coincide con el de periodos en los cuales la economía crecía muy poco, como en 1997 o en 2000-2001, y cuando la industria presentaba excesos de capacidad productiva. Otros indicadores como el de la “demanda como problema para la expansión de la producción en la industria” de la ANDI, también sugieren pocas presiones de demanda sobre la capacidad productiva.

Gráfico 24
Crecimiento del PIB observado y del potencial



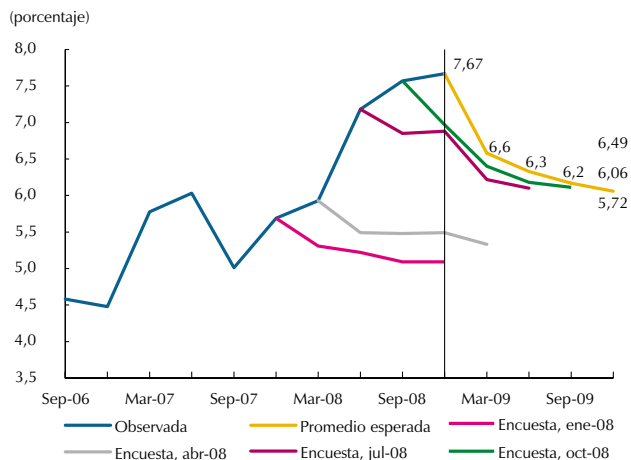
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 25
Brecha del producto (promedios anuales)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 26
Inflación observada y expectativas de inflación (a tres, seis, nueve y doce meses)



Fuente: Banco de la República.

En la actualidad hay riesgos importantes de que el crecimiento de 2009 sea tan bajo o incluso menor que el observado en 2008 (véase capítulo III) y esto, en principio, puede llevar a una subutilización aún mayor de la capacidad productiva. Sin embargo, el complejo contexto macroeconómico mundial hoy en día es un factor que genera más incertidumbre sobre la capacidad potencial de crecimiento de la economía colombiana, además de afectar su crecimiento real en el corto plazo. Esto debido a que en la coyuntura internacional actual es probable que las economías emergentes experimenten costos de financiación mayores, lo cual vendría acompañado de menores flujos de inversión, reduciendo así el crecimiento potencial. Adicionalmente, de no remediarse en el corto plazo los problemas del sistema financiero internacional, pueden terminar convirtiéndose en un choque de oferta al crecimiento potencial mundial que tardaría algunos años en ser superado y que repercutiría en el crecimiento interno de largo plazo.

Dado lo anterior, para este informe se considera que el crecimiento potencial promedio para 2008 y 2009 podría ubicarse en un valor cercano al 4,8%, muy similar al presentado en el informe anterior (Gráfico 24). Así mismo, de acuerdo con las proyecciones económicas más recientes, se sigue esperando que para el promedio de 2008 la brecha del producto haya tenido un nivel positivo (1,0%) (Gráfico 25). No obstante, diversos modelos sugieren que este valor habría sido cercano a cero a finales del año.

El comportamiento de la brecha del producto y el crecimiento del producto potencial durante 2009 dependerá de la intensidad de los choques de oferta y demanda que se presenten en el transcurso del año. En particular, será importante observar la evolución de la utilización de la capacidad instalada en Colombia, la intensidad de la crisis en las economías industrializadas y la manera como ésta se transmita hacia las economías emergentes.

5. Expectativas de inflación

Durante buena parte de 2008 las expectativas de inflación tuvieron un comportamiento al alza en la medida en que los choques de oferta sobre precios que se dieron

en la primera mitad del año (por alimentos y combustibles) mostraron una mayor persistencia de la esperada. Hacia finales de año, sin embargo, existían indicios de reducción, en especial en las expectativas a un año, lo cual estaría acorde con las menores presiones de demanda esperadas por los agentes en la economía colombiana y con la posible transmisión de las caídas en los precios de materias primas en los mercados internacionales.

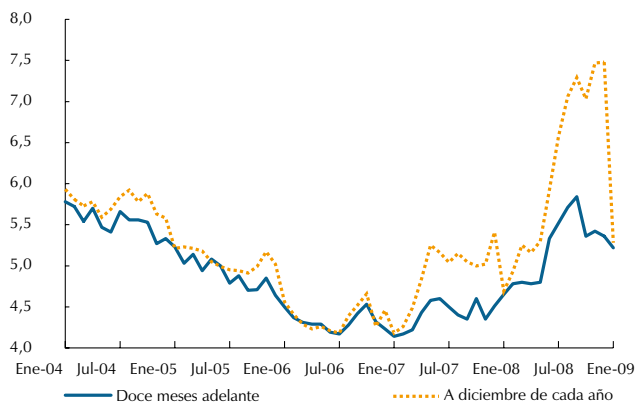
De acuerdo con la encuesta trimestral de expectativas del Banco aplicada a empresas a comienzos de enero de 2009, la inflación esperada para finales de ese año es de 6,1%, por encima del techo del rango meta (5,5%). En la encuesta pasada la inflación esperada a doce meses era 6,2%. En general, las expectativas a diferen-

tes horizontes provenientes de la encuesta más reciente no cambiaron mucho frente a las obtenidas tres meses atrás (Gráfico 26). Por su parte, la encuesta mensual efectuada a operadores del mercado financiero en enero de 2009 muestra una inflación esperada para diciembre del presente año cercana a 5,3%, más favorable con respecto a la meta y un poco menor que la que se tenía hace un mes (Gráfico 27).

En cuanto a las expectativas derivadas de los TES, éstas tuvieron un comportamiento mixto en los últimos meses, aunque con una tendencia decreciente. Las de cinco y diez años cayeron de forma importante y se situaron entre 4,5% y 5,0% a comienzos de enero, mientras que las de un año tendieron a fluctuar en torno de 5,5% en los últimos tres meses (Gráfico 28).

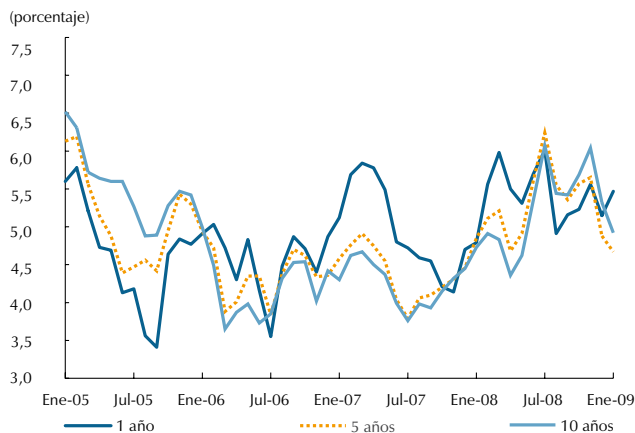
Pese a los alivios recientes, en general las expectativas mantienen altos niveles frente a la meta de 2009 y a las metas de largo plazo anunciadas por la autoridad monetaria, por lo que continúan siendo un alto riesgo para la reducción de la inflación y la estabilidad de precios hacia futuro. Según varias estimaciones, las expectativas en Colombia son en gran parte adaptativas, lo que quiere decir que para su formación los agentes tienen en cuenta mucho más la inflación pasada que los anuncios de la autoridades sobre la meta. La pérdida de las metas en 2007 y 2008 seguramente ha acentuado más esta característica, requiriéndose así de una reducción inicial importante de la inflación observada para que las expectativas se moderen de manera significativa.

Gráfico 27
Pronóstico de inflación de bancos y comisionistas de bolsa



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 28
Expectativas de inflación derivadas de los TES (tasa fija frente a UVR) (promedio mensual)^{a/}



a/ Datos hasta enero de 2009.
Fuente: Banco de la República.

Recuadro 1 VULNERABILIDAD DE COLOMBIA Y LA REGIÓN EN UN ENTORNO DE RECESIÓN GLOBAL

Juan Nicolás Hernández Aguilera
Rafael Puyana Martínez-Villalba*

Las economías latinoamericanas vivieron desde 2004 un período de crecimiento sostenido, impulsado por la gran demanda mundial, bajas tasas de interés reales, importantes flujos de capital y altos precios de los *commodities*. Estos mismos factores llevaron a que Colombia presentara un crecimiento promedio anual mayor al 6% hasta 2007, y pasara de exportar US\$19.482 m en 2004, a US\$34.212 m tres años después. Además, la dinámica de la economía permitió disminuir el déficit fiscal de 1,2% a cerca de 0,6% del PIB entre 2004 y 2007 y la deuda externa de 34,7% a 21,2% del PIB para el mismo periodo.

Recientemente la crisis financiera y la recesión mundial han comenzado a afectar a las economías latinoamericanas, reflejándose desde 2008 en una desaceleración del crecimiento de la región. Frente a ello, los principales analistas coinciden en afirmar que algunos países de América Latina se verán más golpeados que otros, pero con notables diferencias frente a la crisis observada alrededor de la segunda mitad de la década de los noventa. En ese entonces el cierre generalizado del mercado de capitales para las economías emergentes representó caídas significativas en el producto de varios países de la región.

De esta manera, para entender las debilidades y fortalezas con las que los países — y en especial Colombia — enfrentan este ciclo recesivo, es necesario dar una mirada a los distintos frentes macroeconómicos.

1. Vulnerabilidad financiera

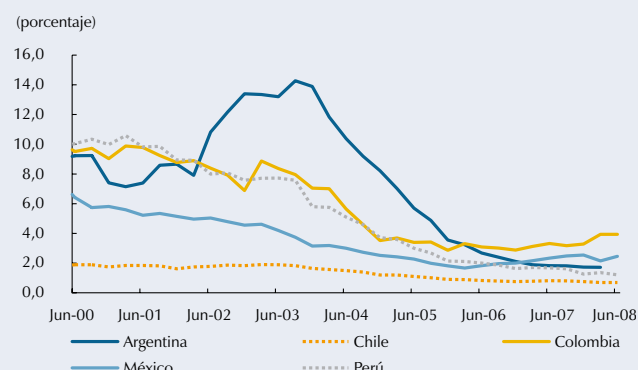
Dado que la crisis financiera internacional es una de las causas y motores principales de la actual recesión mundial, es importante evaluar las condiciones que presenta el sector financiero interno y la capacidad que tiene para responder ante choques.

El crecimiento insostenible de la cartera hipotecaria y la consiguiente caída de los precios de la vivienda dieron inicio a la crisis del sistema financiero estadounidense, el cual se encontraba altamente expuesto a dichos títulos hipotecarios.

* Los autores son profesionales de la Sección de Programación Macroeconómica de la Subgerencia de Estudios Económicos. Se agradecen los comentarios y sugerencias de Carlos Huertas, director del Departamento de Programación e Inflación, Gloria Alonso, jefe de la Sección de Programación Macroeconómica y Adolfo Cobo, jefe de la Sección de Inflación. Las opiniones de este recuadro son exclusiva responsabilidad de los autores.

Este no parece ser un riesgo para Colombia pues, según la Superintendencia Financiera de Colombia, tras la crisis de finales de los noventa la cartera hipotecaria disminuyó de cerca del 12% del PIB en 1999 a alrededor de 4% en 2008. Por otra parte, aunque la cartera total ha crecido fuertemente (en especial impulsada por la cartera de consumo, que llegó a ser en 2008 cerca de 11% del PIB), esta dinámica no se ha visto acompañada por un incremento significativo de la cartera vencida. En este sentido, todos los países de la región han disminuido su cartera vencida a niveles inferiores a los observados a comienzos de la presente década (Gráfico R1.1).

Gráfico R1.1
Cartera vencida/cartera bruta



Fuentes: BCRA, SBI, CNBV, SBS y Sudeban, cálculos del Banco de la República.

Si además se tiene en cuenta que el sistema financiero colombiano tiene únicamente el 6% de sus activos en moneda extranjera, puede pensarse que este sector no presenta grandes riesgos frente a una posible corrida de inversionistas. Sin embargo, si las condiciones de restricciones al crédito se acentúan en 2009 es posible que se incremente el costo de financiamiento externo de las entidades financieras, y se llegue así a mayores tasas de interés del crédito interno.

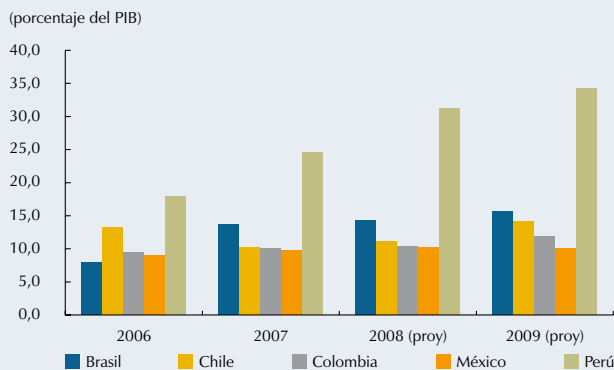
Es preciso considerar que después de la crisis del sistema financiero vivida en Colombia durante 1999 la regulación marcó una serie de pautas que disminuyeron la vulnerabilidad del sistema. Entre ellas cabe destacar la unificación de los sistemas de amortización de los créditos hipotecarios, la estandarización de modelos de medición y evaluación de riesgo, el mejoramiento en los sistemas de información para aclarar las condiciones de deudores e intermediarios financieros y recientemente el establecimiento de provisiones anticíclicas.

2. Vulnerabilidad externa

Algunas economías están más expuestas que otras en los frentes cambiario y comercial. En primer lugar, las economías

latinoamericanas han venido acumulando desde 2006 una gran cantidad de reservas internacionales. En el caso de Colombia, representaron el 9,4% del PIB en 2006 y llegarán al 11,8% del PIB en 2009 (Gráfico R1.2), lo cual proporciona herramientas al Banco de la República para suavizar devaluaciones abruptas no coherentes con una tasa de cambio de equilibrio o con las metas de inflación, o para actuar en caso de ataques cambiarios. Sin embargo, en relación a América Latina ese incremento ha sido más notable en los casos de Brasil y Perú¹.

Gráfico R1.2
Reservas internacionales netas



(proy) proyectado.
Fuentes: FMI y Banco Mundial; cálculos del Banco de la República.

Por otra parte, el comercio de las economías latinoamericanas se encuentra muy concentrado en pocos mercados y productos. En particular, el 59% de las exportaciones no tradicionales de Colombia se localizan en sus tres principales socios: Venezuela, los Estados Unidos y Ecuador. Esta dependencia representa un riesgo dada la evolución de la economía estadounidense y la caída en los ingresos del petróleo y de los *commodities*, para Ecuador y Venezuela. Colombia no es ajena a la disminución en los términos de intercambio pues las exportaciones tradicionales — petróleo y sus derivados, café, carbón y ferróniquel — representan el 54,8% de las exportaciones totales.

Economistas como Guillermo Calvo paralelamente alertan sobre la mayor vulnerabilidad que existe en ciertos países emergentes en la medida en que los mecanismos de ajuste externo para salir de las crisis no estén dados. Así por ejemplo, una de las variables de ajuste más importante tras las diversas crisis ha sido el tipo de cambio, por cuanto su eventual devaluación real frente al dólar implica un incentivo a las exportaciones.

Economías altamente dolarizadas no cuentan con este margen y, por tanto, son menos proclives al ajuste por este canal.

1 En el caso de Perú el grado de dolarización de la economía puede llevar a que el nivel de reservas internacionales netas incluya las reservas en dólares de la banca en el Banco Central de Reserva del Perú.

Sin embargo, aún economías con flotación del tipo de cambio no deben dar por descontada esta variable de ajuste. Si bien el tipo de cambio más devaluado estimula la demanda externa, también es cierto que la elasticidad que prima en la demanda de exportaciones es la del ingreso². Por consiguiente, en un contexto de recesión global y bajos ingresos se podría tener una desaceleración de las exportaciones pese a un tipo de cambio más devaluado.

En Colombia, la mayor competitividad vía tasa de cambio puede ser vista en la reciente depreciación de los índices de tasa de cambio real de competitividad en el mercado de los Estados Unidos³; éste se devaluó a una tasa anual de 7,41% en noviembre de 2008.

Simultáneamente, hechos como la reciente dinámica observada en la inversión extranjera directa en Colombia (que para 2008 alcanzó una cifra históricamente alta de cerca de US\$10.000 millones) y la buena percepción por parte de los inversores extranjeros al endeudamiento colombiano⁴ parecen indicar que, hasta el momento, hay disponibilidad de recursos en el mercado de capitales. Sin embargo, continúa siendo elevado el riesgo de una menor oferta de capitales a nivel global⁵ y una menor afluencia de remesas como consecuencia de una caída en el empleo de los principales países receptores de inmigrantes colombianos⁶. Dadas estas consideraciones, las estimaciones preliminares hechas por la Sección de Programación Macroeconómica del Banco de la República dan cuenta de que Colombia podría financiar de forma sostenible para 2009 un déficit de cuenta corriente de aproximadamente 4,0% del PIB; ello sin descartar movimientos no esperados en la tasas de cambio.

3. Vulnerabilidad fiscal

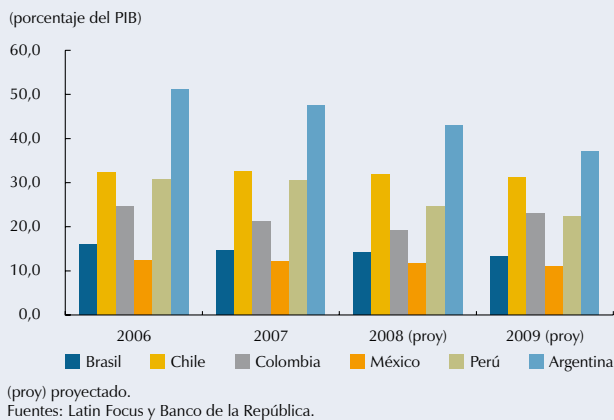
Los países latinoamericanos presentaron en los últimos años una mejoría de sus cuentas fiscales por cuenta de mecanismos

- 2 Se estima que para Colombia la elasticidad al producto externo promedio puede ser entre dos y seis veces mayor a la elasticidad precio según el socio y tipo de bien (véase Hernández, 2005).
- 3 Según la medición del Banco de la República, el ITCR de competitividad pondera la tasa de cambio por los países que resultan más importantes como competidores de Colombia en el mercado estadounidense.
- 4 A comienzos del presente año el gobierno colombiano logró financiarse en el mercado internacional de capitales en US\$1.000 m.
- 5 Al menos en el corto plazo la demanda de recursos globales del gobierno de los Estados Unidos como parte de su plan de reactivación podría comprometer la disponibilidad de dichos recursos hacia economías emergentes.
- 6 Las remesas a 2008 crecieron 9,0% alcanzando un nivel cercano a los US\$5.000 m. Se prevé una caída de entre el 6% y 12% para 2009.

más efectivos de regulación, mayores ingresos tributarios, altos precios de los *commodities*, fondos de estabilización, y disminución en los costos de la deuda pública, la cual fue aliviada por una revaluación generalizada del tipo de cambio. No obstante, varias de estas ganancias se estarían revirtiendo con la crisis económica, y esto implicará nuevos retos para las finanzas públicas. En particular para Colombia el desplome de los precios de bienes como el petróleo⁷, sumado a la disminución proyectada de la tributación para el presente año, llevará a una caída de los ingresos de la Nación.

Por otra parte, aunque el acceso al financiamiento público puede no verse restringido en 2009, es posible que su costo aumente como resultado de un mayor riesgo percibido de las economías emergentes y de altas tasas de interés. Este incremento se ve reforzado por una tasa de cambio más depreciada, la cual genera un aumento en el valor en pesos de la deuda externa. En el caso de Colombia, se espera que en 2009 la deuda externa total cambie su tendencia y aumente a 23% del PIB frente a 19,1% en 2008 (Gráfico R1.3).

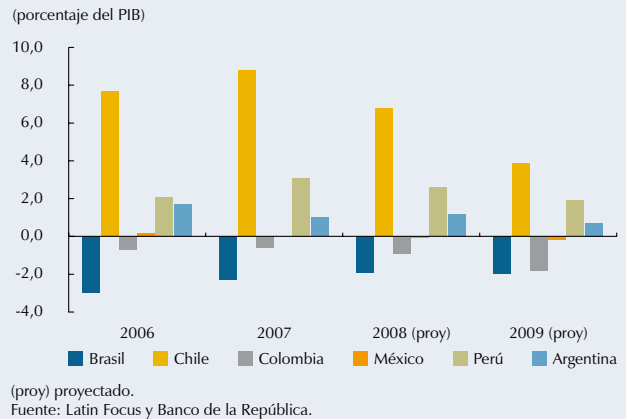
Gráfico R1.3
Deuda externa total



La situación es especialmente delicada para países que, como Colombia, no han presentado superávit fiscal en los últimos años. De hecho, el balance fiscal colombiano es uno de los más deficitarios de América Latina y se prevé un aumento del déficit a 1,8% en 2009 frente a uno de 0,9% en 2008 (Gráfico R1.4). Esta característica representa una debilidad de la economía colombiana ante la crisis pues le resta al Gobierno campo de acción para aplicar una política macroeconómica contracíclica que sea coherente con la sostenibilidad de las finanzas públicas. En contraste, aunque los países con superávit también han visto deteriorada su salud fiscal, tienen una mejor capacidad para inyectar estímulos fiscales a la economía en respuesta a la desaceleración, gracias al ahorro que han logrado acumular. Adicionalmente, las mejores condiciones de las

finanzas públicas les otorgan a estos países una ventaja frente a Colombia en términos de la percepción de los inversionistas internacionales sobre la sostenibilidad del gasto público.

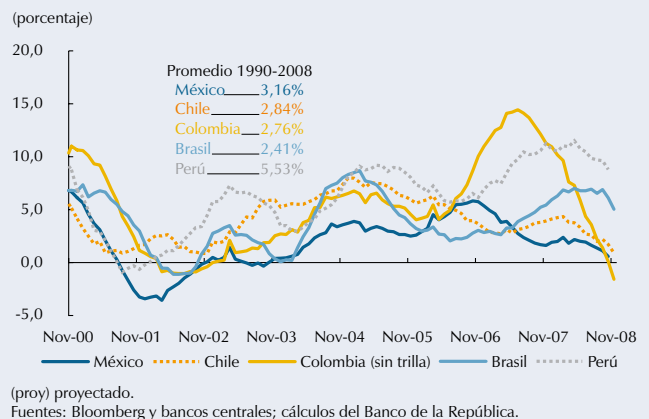
Gráfico R1.4
Balance fiscal



4. Vulnerabilidad real

En el caso del sector real los indicadores de producción han mostrado para Latinoamérica una reciente desaceleración. Esta tendencia ocurrió con anticipación en Colombia y viene desde inicios de 2008 (Gráfico R1.5), razón por la cual se espera que el crecimiento del PIB real de Colombia sea algo menor a 3,5% en dicho año. Esta cifra es inferior a la de economías que continúan en alta expansión como Perú, la cual puede crecer a un ritmo de 9% en 2008. El índice de producción industrial en Colombia disminuyó en noviembre a una tasa de 13,3%, después de un periodo de expansión muy superior a su promedio histórico, según el DANE (Gráfico R1.5). Cabe anotar que la industria es uno de los componentes de la oferta más vulnerables a las menores dinámicas externa e interna, y su desaceleración coincide con unos niveles de confianza más bajos por parte de los consumidores.

Gráfico R1.5
Producción industrial



7 El petróleo ha perdido hasta enero de 2009 cerca del 70% de su valor desde su nivel más alto en julio de 2008.

No obstante, es importante poner en perspectiva las diferencias entre la situación actual y la de 1999, cuando el origen de la recesión se encontraba en los países emergentes. De hecho, en las proyecciones de 2009⁸ para los países latinoamericanos no se percibe una recesión, contrario a lo que sucede desde 2008 para las economías desarrolladas.

Si los flujos de inversión no muestran un revés significativo a lo largo de 2009 y el Gobierno y el sector privado cuentan con el respaldo de un sistema financiero relativamente sano, la desaceleración de la demanda interna no sería muy fuerte. Inclusive, habría un espacio para suavizar el impacto de la crisis internacional a través de un aumento esperado en la inversión pública⁹. Este escenario no está exento de un empeoramiento en las condiciones de financiación, lo que daría una menor capacidad de ejecución del gasto público ante un encarecimiento del crédito.

Como se muestra en el texto principal de este informe, con la actual desaceleración de la demanda interna el empleo viene cayendo, especialmente en los sectores de industria y construcción. Además, en reacción a la desaceleración económica, podría anticiparse para 2009 una mayor tasa de participación global que, a corto plazo y por efecto del trabajador adicional, incrementaría la tasa de desempleo. La posible contracción del ingreso disponible de los hogares derivaría en un menor consumo, golpeando a su vez la demanda interna.

En el frente inflacionario las perspectivas para 2009 son positivas, ya que, además del debilitamiento en la demanda, se espera que cedan las presiones sobre los alimentos y los regulados debido a la caída mundial de los precios de los *commodities*. Este hecho constituye un aspecto positivo para enfrentar la crisis mundial gracias a que el cumplimiento de la meta de inflación generaría mayor credibilidad y espacio de acción de la política monetaria¹⁰.

8 Proyecciones de Latin Focus, la cual recoge las expectativas de los principales analistas de la región.

9 Según el Departamento Nacional de Planeación se estima que para 2009 se inviertan \$55 b, equivalentes al 10,7% del PIB, principalmente en proyectos de transporte, energía y telecomunicaciones.

10 De hecho, el promedio de los analistas considera que para 2009 la inflación se situará dentro del rango meta del Emisor.

Es por eso, que en ese entorno, el sector real enfrenta perspectivas más favorables que las que se tenían a finales de los años noventa. De todos modos, la debilidad de economías como la colombiana recae desde ahora en un menor ritmo de exportaciones, dada la menor demanda mundial. Un menor acceso a la financiación externa puede también recrudecer la situación.

5. Comentarios finales

La actual crisis se originó en los mercados desarrollados, lo que pondría a los países de la región en una posición relativa menos desfavorable. En efecto, la mayoría de las economías latinoamericanas han estado menos expuestas a novedosas figuras financieras que emergieron sin la debida regulación en las economías más desarrolladas. Por ejemplo, Colombia supo adoptar tras la crisis de 1999 una serie de medidas regulatorias y de monitoreo que han velado por la sanidad del sistema financiero (pese a eventos puntuales de informalización del crédito). Este aspecto marca una diferencia no solo a nivel interno sino en general en la receptibilidad de Colombia como un potencial deudor en el mercado de capitales.

Cuando se compara nuestra economía con países como Chile, el frente fiscal es el más débil ya que en éste último país se han mantenido reglas claras de ahorro público en periodos de auge. La menor demanda externa también es un riesgo latente, aún en un escenario de ganancias significativas en competitividad a través de una tasa de cambio real más devaluada.

Referencias

Calvo *et al.* "Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration", *NBER*, serie documentos de trabajo, mayo, núm. 14026, 2008.

Hernández, J. N. "Sostenibilidad de la cuenta corriente: una aproximación desde la suavización intertemporal del consumo", *Borradores de Economía*, Banco de la República, mayo, núm. 440, 2007.

Hernández, J. N. "Demanda de exportaciones no tradicionales en Colombia". *Borradores de Economía*, Banco de la República, abril, núm. 333. 2005.

II. MERCADOS FINANCIEROS

La turbulencia desatada por la crisis *subprime* y el excesivo apalancamiento ya han afectado el sector real en el mundo.

Pese a las mejores condiciones de liquidez en los Estados Unidos, las entidades financieras siguen enfrentando problemas de solvencia.

Hasta el momento la crisis financiera internacional no ha afectado en gran medida a las entidades de crédito de varios países de la región, entre ellos Colombia.

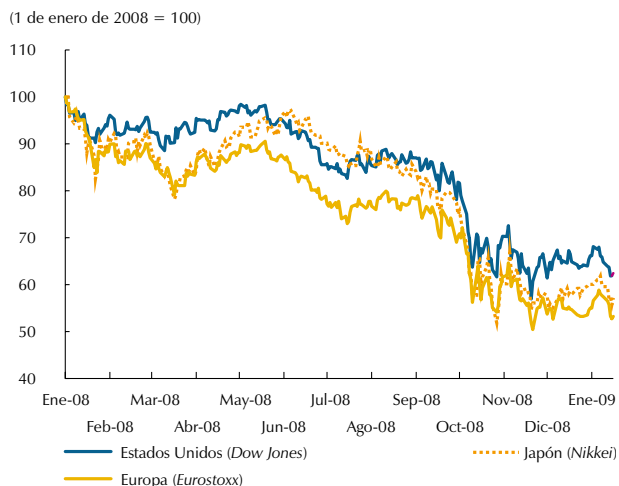
La Junta Directiva del Banco de la República decidió cambiar la postura de la política monetaria: reducción de encajes y de tasas de interés.

A. CONTEXTO EXTERNO

Los mercados financieros internacionales han mostrado recientemente una recuperación en sus condiciones de liquidez. Sin embargo, la turbulencia desatada por la crisis *subprime* y el excesivo apalancamiento del sistema financiero ya ha repercutido en la actividad real, lo que hace temer por posibles efectos de segunda ronda sobre el sistema bancario y la economía en general.

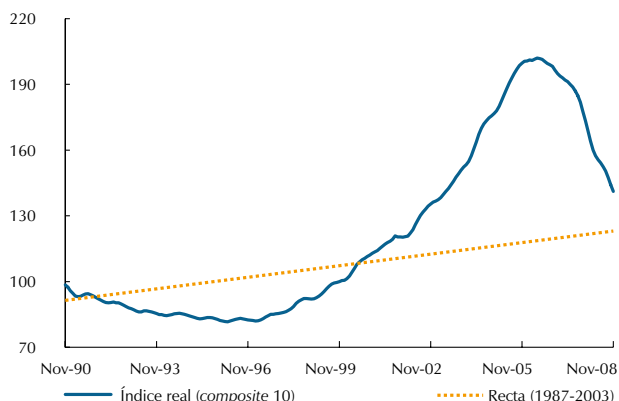
El desempeño de la actividad real y, por tanto, el reestablecimiento del funcionamiento financiero, dependerá en gran parte de la superación de problemas cruciales como las restricciones de crédito y la desvaloración de activos. Durante 2008 tanto el consumo como la inversión se han visto afectados por la pérdida generada en la riqueza de los hogares y las firmas, en gran parte por las fuertes caídas en los precios de los activos financieros y reales (como la vivienda) (gráficos 29 y 30).

Gráfico 29
Índices bursátiles



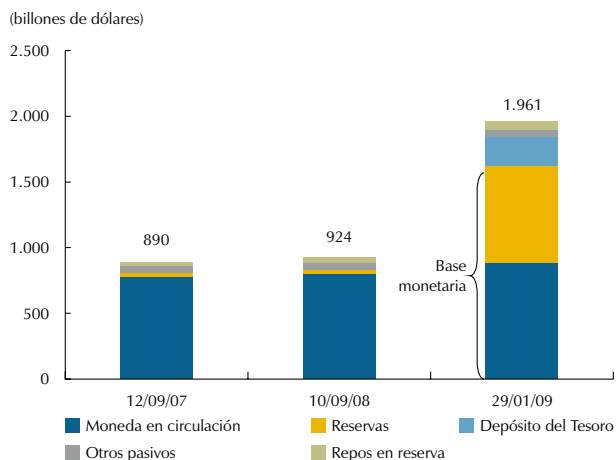
Fuente: Datastream.

Gráfico 30
Índice real del precio de la vivienda (S&P) en los Estados Unidos



Fuentes: Standard & Poor's, Datastream; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 31
Balance de la Reserva Federal (pasivo)



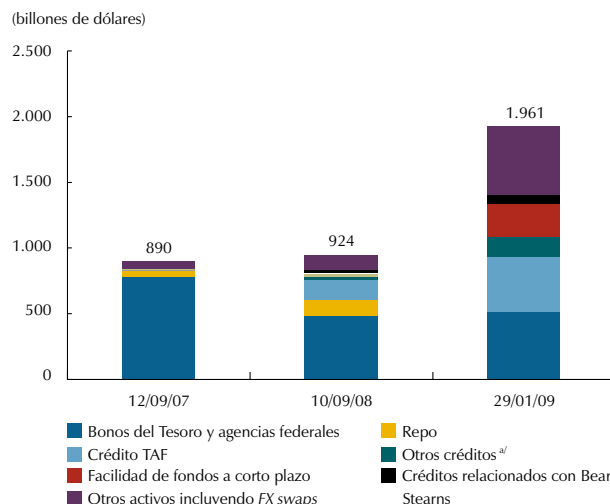
Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos.

Esta situación ha hecho que las restricciones de acceso al crédito permanezcan en niveles elevados debido a la desconfianza generada por la capacidad de pago de los agentes de la economía, entre otros factores. Todo sugiere que la reactivación del canal crediticio tardará varios trimestres y que primero necesitará de alguna recuperación en los indicadores de actividad económica y, sobre todo, de una reducción en los niveles de endeudamiento de los hogares.

En los meses recientes, las autoridades económicas de los países desarrollados han actuado para amortiguar los efectos de la crisis con resultados mixtos. En el caso de los Estados Unidos, la política monetaria adoptó una estrategia de tasas de interés de 0%⁴ (*zero interest rate policy*, ZIRP por su sigla en inglés), mientras que otros bancos centrales efectuaron rebajas importantes en sus tasas de intervención, no descartándose que en el corto plazo también adopten una política similar.

La Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) también aplicó varias estrategias no convencionales para afrontar la crisis financiera (Recuadro 2). Primero, alterar la composición de su hoja de balance sustituyendo títulos del Tesoro por papeles de menor calificación (gráficos 31 y 32) y, segundo, incrementar agresivamente el tamaño

Gráfico 32
Balance de la Reserva Federal (activo)

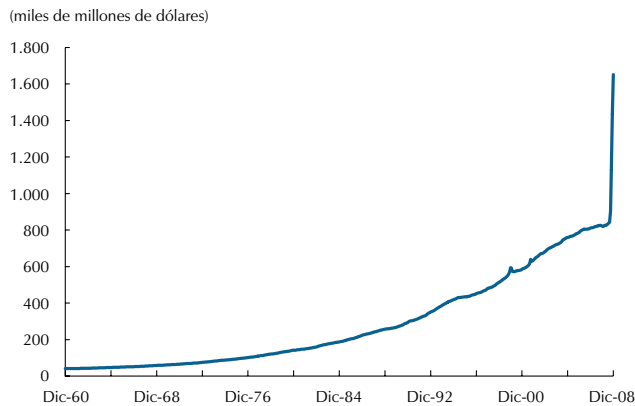


a/ Otros créditos: ventanilla de descuento, PDCE, facilidades de liquidez a ABCP Money Markets y crédito AIG.

Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos.

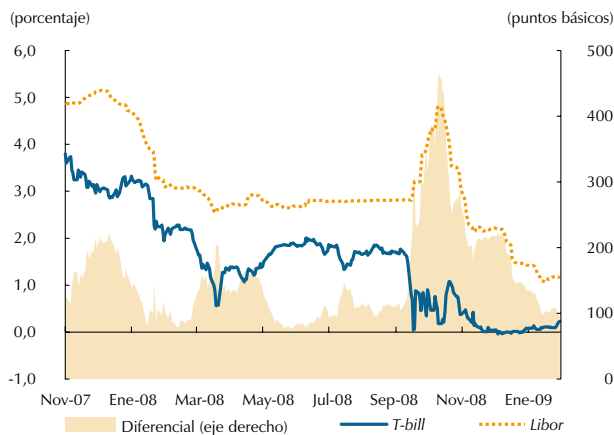
4 Actualmente la tasa de referencia de la Reserva Federal se encuentra en el intervalo (0% - 0,25%)

Gráfico 33
Base monetaria



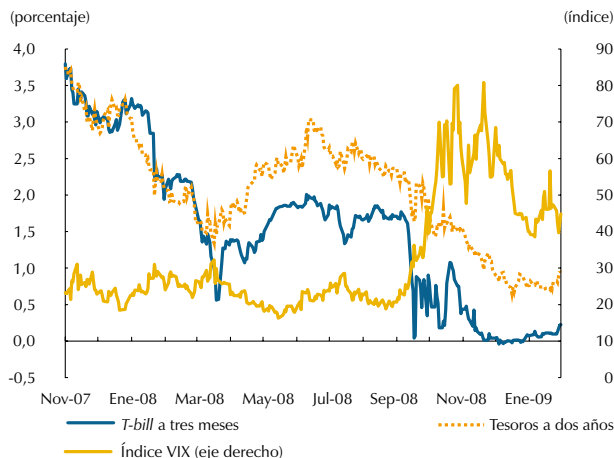
Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos.

Gráfico 34
Diferencial de las tasas T-bill y Libor a tres meses en los Estados Unidos



Fuentes: Reserva Federal de los Estados Unidos y Bloomberg.

Gráfico 35
Índice de aversión al riesgo (VIX) y tesoros de corto plazo en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

de la misma, práctica denominada por algunos como de relajamiento crediticio (*credit easing*)⁵.

Las medidas se tradujeron en un incremento nunca antes visto de la base monetaria, la cual pasó de alrededor de US\$0,9 billones (b) en septiembre a aproximadamente US\$1,7 b en diciembre de 2008 (Gráfico 33). A pesar de este aumento, agregados monetarios como M1 y M2 no han respondido de la misma manera.

En materia de tasas de interés y de primas de riesgo, hasta las primeras semanas de enero las intervenciones de los bancos centrales habían permitido disminuir algunas de ellas. En el caso del diferencial entre la *Libor* y los *T-bills* a tres meses (*TED spread*) se observa que ha retornado a los niveles precrisis registrados en agosto de 2008 (Gráfico 34). Adicionalmente, aunque el estrés financiero continúa y el canal crediticio no se ha reestablecido, indicadores de percepción de riesgo como el índice de volatilidad en acciones del mercado estadounidense (VIX) muestran una mejoría. No obstante, los inversionistas siguen buscando activos seguros, como los títulos del Tesoro de los Estados Unidos (Gráfico 35).

Pese a las mejores condiciones de liquidez, el sistema financiero continuó enfrentando serios problemas de solvencia. Prueba de ello son las fuertes caídas de las acciones en varios de los principales bancos ingleses y del Citibank y del Bank of America en los Estados Unidos. Las inyecciones de capital tanto públicas como privadas que se efectuaron en 2008 para mejorar el mal estado de los balances de los bancos no han

5 Varios analistas bautizaron esta estrategia con el nombre de *quantitative easing* (QE) o relajamiento monetario. Sin embargo, según el presidente de la Fed, Ben Bernanke, dicha estrategia debería entenderse más como una de *credit easing* (CE). El CE es similar al QE en cuanto a la expansión de la hoja de balance del banco central, pero difiere con respecto a la focalización de objetivos. En el caso del QE, el objetivo de la política es la cantidad de reservas de los bancos, los cuales son pasivos para el banco central; la composición de préstamos y títulos por lado del activo del banco central no es muy relevante. Por el contrario, con el CE el objetivo es afectar las condiciones de crédito para hogares y empresas, influyendo sobre la composición de los préstamos y títulos que están en el activo de la hoja de balance del banco central. Entonces, el CE implica centrar la atención de la Fed en políticas que reduzcan los diferenciales de tasas de interés y que mejoren el funcionamiento de los mercados de crédito privado en general.

compensado las pérdidas (*write downs*) en el sistema financiero estadounidense y europeo. Hacia futuro es probable que la profundización y extensión de la recesión agrave esta situación.

En ese contexto, cada vez se ha hecho más evidente que la efectividad de los instrumentos de política monetaria se está agotando y que es necesario actuar en el frente fiscal. Los gobiernos de varias economías tanto desarrolladas como emergentes han empezado a aplicar estímulos en este nivel. Sin embargo, excepto por el programa

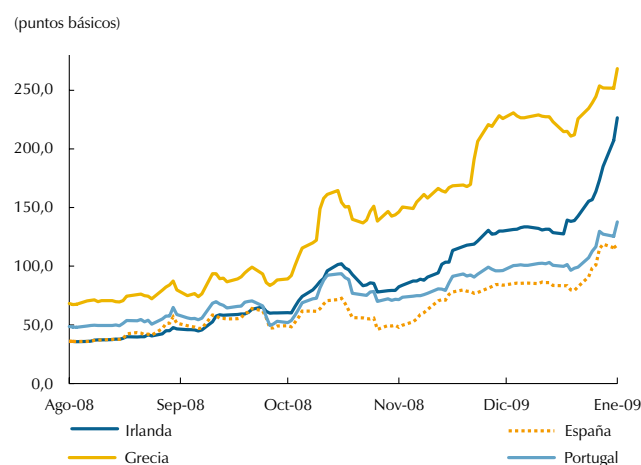
de salvamento del sistema financiero (TARP), en los Estados Unidos por US\$700 mil millones (mm) esta estrategia aún no se ha comenzado a implementar plenamente y, por lo tanto, sus efectos no serían efectivos antes de mediados de año. Adicionalmente, las medidas fiscales podrían atentar contra la estabilidad macroeconómica de muchas de esas economías en el largo plazo y contra la solidez de sus monedas, incluido el dólar estadounidense.

Esto último se ha empezado a apreciar en países como Irlanda, España, Grecia y Portugal. Dichas economías, consideradas tradicionalmente como sumamente estables, estarían viendo afectada su calificación crediticia y sus primas de riesgo, debido al deterioro económico y las presiones sobre sus fiscos (Gráfico 36).

A comienzos de enero los efectos de la crisis internacional sobre los indicadores financieros de los países emergentes aún eran limitados. Para algunas economías, en especial en Latinoamérica (como Brasil, Perú, México y Colombia), los aumentos de las tasas de los bonos soberanos denominados en dólares que se dieron en octubre de 2008 no continuaron en los meses siguientes, e incluso se revirtieron (Gráfico 37)⁶. Aprovechando esta situación, varios gobiernos lograron colocar deuda en dólares a comienzos de enero a tasas no muy altas y con emisiones sobredemandadas, lo que sugeriría que los mercados de capitales continúan abiertos para los emisores soberanos emergentes.

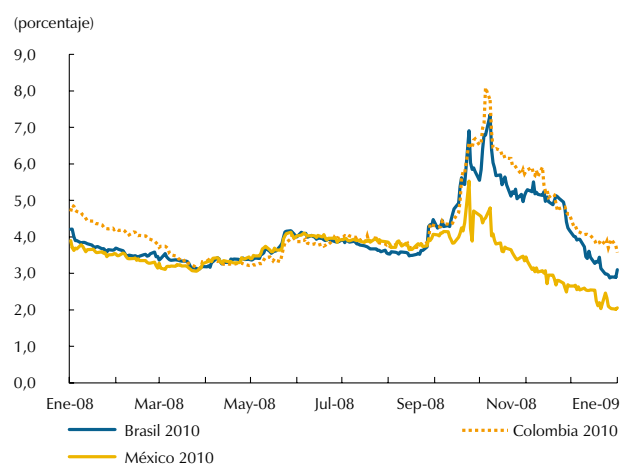
En materia de emisores de deuda privada de países emergentes, aunque no se han dado colocaciones en moneda extranjera en los últimos meses, las tasas en el mercado

Gráfico 36
Diferencial de la deuda soberana de 10 años con Alemania



Fuente: Bloomberg.

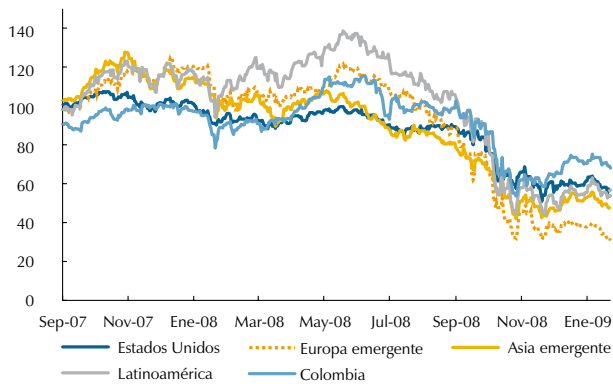
Gráfico 37
Tasas de interés de los bonos soberanos en dólares a un año



Fuente: Bloomberg.

6 Las valorizaciones de los bonos soberanos observadas a partir de noviembre han sido más fuertes en el caso de los papeles de corto plazo (un año) que en los de largo plazo. En enero estos últimos presentaban niveles inferiores a los máximos de octubre de 2008, pero todavía por encima de los observados en septiembre, antes de que se profundizara la crisis financiera.

Gráfico 38
Índice de acciones MSCI ^{a/}
(agosto 2007 = 100)

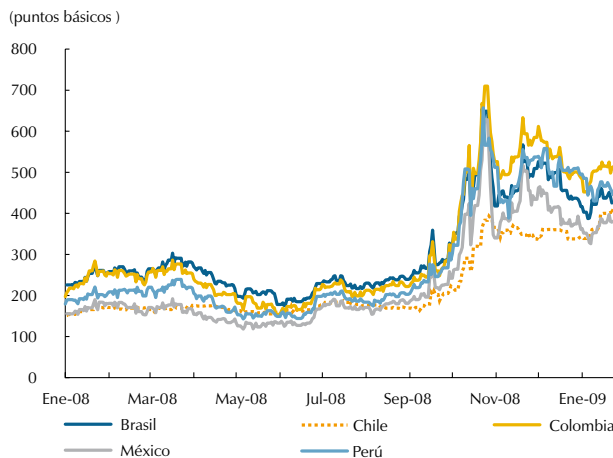


a/ MSCI: Morgan Stanley Capital International. El índice corresponde a datos expresados en dólares.
Fuente: Bloomberg.

secundario retornaron a niveles cercanos a los de septiembre, por lo menos en el caso de los bonos de buena calificación colombianos y de otros países. Para el caso de Rusia y Brasil, algunos de los bonos de calificaciones más bajas sí han sufrido fuertes desvalorizaciones.

El comportamiento de los bonos de baja calificación ha hecho que algunos analistas internacionales resalten los riesgos que conllevaría un cierre total del mercado de deuda corporativa para países emergentes. Una situación como ésta podría desembocar fácilmente en un aumento de las declaraciones de *default* (incumplimiento) de estos emisores. Así las cosas, aún es alto el riesgo de que el buen comportamiento reciente del mercado de renta fija privada emergente no sea sostenible a lo largo del año.

Gráfico 39
EMBI+ Latinoamérica

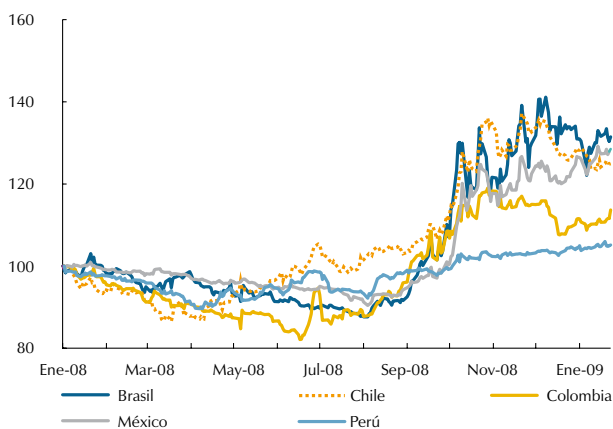


Fuente: Bloomberg.

Con respecto al mercado accionario de economías emergentes, las desvalorizaciones fueron más fuertes en Europa del Este que en Asia emergente y Latinoamérica (Gráfico 38). Dentro de los países de la región, los que mejor desempeño han tenido son Chile y Colombia.

En síntesis, en el plano financiero la situación para algunos países de América Latina hasta mediados de enero aún no era tan grave como en las economías desarrolladas. El canal del crédito en su mayor parte se encuentra operando y el sistema financiero en la región aún no adolece de problemas de liquidez y de solvencia importantes. Esto se ha reflejado en el comportamiento de los indicadores de riesgo (EMBI y CDS), cuyo deterioro se detuvo registrándose, incluso, algunas reducciones que de todas maneras no han sido suficientes para retornarlos a los niveles de septiembre (Gráfico 39). Algo similar sucedió con las monedas de la región frente al dólar, las cuales se estabilizaron en los últimos dos meses (hasta mediados de enero), aunque también en niveles superiores a los de la precrisis (Gráfico 40). Para el caso colombiano particularmente, la depreciación nominal anual entre el promedio de diciembre de 2007 y de diciembre de 2008 ascendió⁷ a 14%.

Gráfico 40
Índice de tasa de cambio nominal
(enero 2008 = 100)



Fuentes: Bloomberg y Datastream.

7 En las últimas dos semanas de enero se presentaron algunos movimientos alcistas en la tasa de cambio, relacionados con aumentos en la aversión al riesgo internacional y con perspectivas de menores tasas de interés de referencia en la región. El debilitamiento del peso colombiano había sido más fuerte que en la mayoría de países.

B. MERCADO FINANCIERO INTERNO

En la medida en que transcurría el último trimestre de 2008 el panorama externo se hacía más complejo. En efecto, los principales países desarrollados mostraban una recesión más profunda que la inicialmente prevista y las restricciones de crédito para sus nacionales se ampliaban. Adicionalmente, crecía el riesgo de que dichas restricciones se extendieran a los países emergentes y afectara el acceso al crédito externo de esos gobiernos, de su sector real y de su sistema financiero.

Por su parte, en Colombia los indicadores seguían mostrando una desaceleración económica, en un contexto de inflaciones elevadas y superiores al rango meta de inflación de 2008. No obstante, las expectativas de inflación a diferentes plazos, tanto de analistas económicos como las resultantes de los papeles de deuda pública, daban señales de ceder.

Con este panorama, la JDBR decidió cambiar la postura de la política monetaria en octubre, cuando redujo los encajes y compró TES por un monto de \$500 mm, con el fin de darle mayor liquidez al mercado monetario y facilitar el de crédito. Posteriormente, el 19 de diciembre de 2008 y el 30 de enero de 2009 redujo su tasa de interés de referencia en 50 puntos básicos (pb) en cada reunión, desde un nivel de 10,0% a 9,0%.

La abundante liquidez en el mercado monetario por cuenta de la reducción de los encajes y los significativos giros del Gobierno para atender vencimientos de TES y otros gastos, condujo a que el Banco de la República se volviera deudor neto del sistema financiero⁸. En este contexto, la tasa de interés interbancaria (TIB) se redujo y se ubicó por debajo de la tasa de política. Pese a lo anterior, en el último trimestre de 2008 las tasas de interés activas y pasivas se mantuvieron relativamente estables y algunas de ellas, como las de tesorería y preferenciales, aumentaron; solamente fue hasta después de la reducción de la tasa de política que las tasas de mercado empezaron a descender, hecho que se dio con mayor intensidad a finales de enero.

De otro lado, la prudencia en la colocación de préstamos también significó mayor moderación del crédito, particularmente en los destinados a los hogares, los cuales se han venido desacelerando a lo largo de 2008. Así mismo, los indicadores de riesgo a nivel agregado se mantienen cerca de los mínimos históricos, con aumentos localizados en las carteras de consumo y microcrédito, éste último concentrado en la banca pública.

1. Agregados monetarios

Debido al aumento de la incertidumbre y de la desconfianza en los mercados financieros internacionales, y al riesgo de contagio hacia el mercado doméstico,

8 El exceso de liquidez también se originó por el efecto acumulado de las grandes compras de reservas internacionales que se han hecho en los últimos años.

la JDBR decidió reducir los encajes el pasado 24 de octubre⁹, y así facilitar el buen funcionamiento local de los mercados monetarios y de crédito. Esta medida desaceleró la tasa de crecimiento de la demanda por reserva bancaria de 50,6% en septiembre a 27,3% en diciembre. A su vez, generó una moderación en el ritmo de crecimiento de la demanda por base monetaria en el último trimestre del año, de 21,4% a 13,4%, período durante el cual también se contrajo el crecimiento del efectivo de 8,7% a 7,2%.

Como se muestra en el Cuadro 6, el incremento de \$5.925 mm en el último trimestre de la base monetaria se explicó en un 76,6% por el retiro de \$4.539 mm

Cuadro 6
Fuentes de la base monetaria
(miles de millones de pesos)

Concepto	variación trimestral				Acumulado
	I trim. 2008	II trim. 2008	III trim. 2008	IV trim. 2008	
I. Gobierno	(4.187,0)	271,1	2.936,2	4.539,1	3.559,4
Traslado de utilidades ^{a/}	1.415,1	0,0	0,0	0,0	1.415,1
Pesos	1.415,1	0,0	0,0		1.415,1
Depósitos en el Banco de la República	(5.602,1)	271,1	2.936,2	4.539,1	2.144,3
II. TES para regulación	(147,3)	(981,1)	(0,2)	615,9	(512,6)
Compras definitivas	0,0	0,0	0,0	625,0	625,0
Ventas definitivas	(136,8)	(822,9)	0,0	0,0	(959,7)
Vencimiento	(10,4)	(158,2)	(0,2)	(9,1)	(177,9)
III. Operaciones de liquidez del Emisor	(1.570,6)	733,2	(5.076,9)	692,8	(5.221,4)
Expansión ^{b/}	(1.712,6)	1.102,4	(3.439,1)	193,0	(3.856,3)
Contracción	142,0	(369,1)	(1.637,8)	499,8	(1.365,2)
IV. Divisas	505,4	1.345,8	2.404,4	(356,1)	3.899,5
Opciones <i>put</i> para control de la volatilidad	505,4	421,6	0,0	5,0	931,9
Opciones <i>call</i> para control de la volatilidad	0,0	0,0	0,0	(535,0)	(535,0)
Opciones para acumulación de reservas	0,0	797,8	0,0	0,0	797,8
Subasta de compra directa	0,0	126,5	2.404,4	173,9	2.704,8
Intervención discrecional	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Venta de divisas al Gobierno	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
V. Otros ^{c/}	274,9	454,0	890,4	433,7	2.053,0
Variación total de la base	(5.124,6)	1.823,0	1.154,0	5.925,5	3.777,9
Saldo de la base monetaria	27.290,5	29.113,5	30.267,5	36.193,0	36.193,0

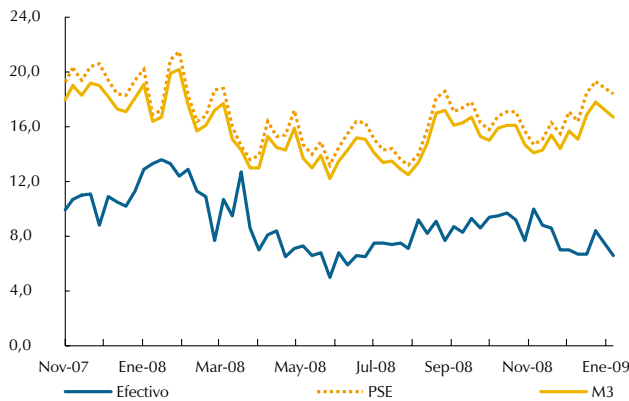
a/ El 28 de febrero de 2007 se giraron las utilidades del Gobierno en dólares (US\$533 m - \$1.186 mm).

b/ Incluye repos a un día, *overnight*, y a mediano plazo.

c/ Dentro del rubro otros se incluye el efecto monetario del P y G del Banco de la República, así como el efecto monetario de los depósitos por endeudamiento y portafolio externos.

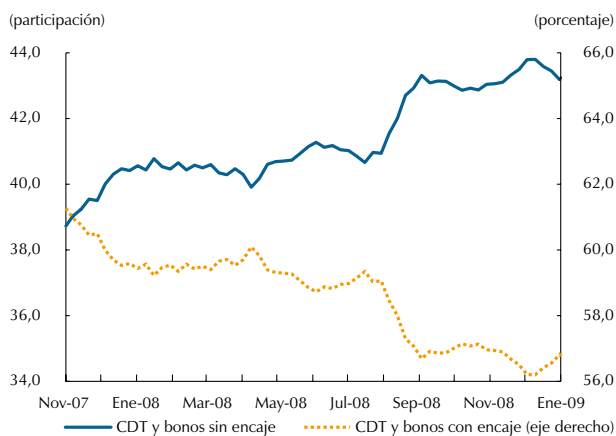
9 Básicamente consistió en la reducción del encaje ordinario de depósitos a la vista de 11,5% a 11,0% y a plazo menor de 18 meses de 6% a 4,5%.

Gráfico 41
Agregados monetarios y depósitos
(variaciones anuales de datos semanales)



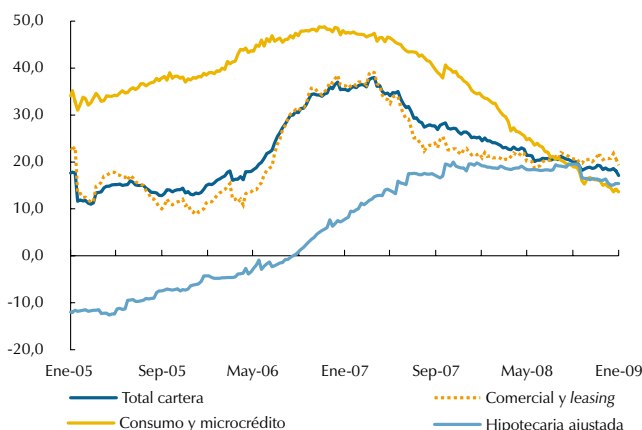
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 42
CDT y bonos con y sin encaje



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

Gráfico 43
Cartera bruta con *leasing* en moneda nacional
(variaciones anuales de datos semanales)



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

de los depósitos de la Tesorería General de la Nación del Banco de la República. Las operaciones de mayor liquidez¹⁰ por \$693 mm fueron otra parte importante (12%) de la ampliación de la base.

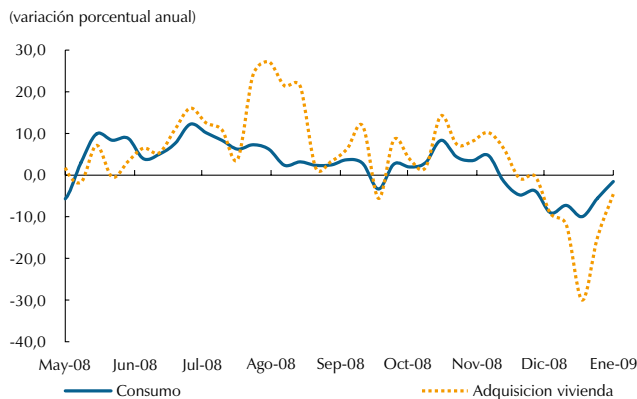
El retiro de los depósitos del Gobierno en el Banco de la República se usó para el pago de vencimientos de TES y para financiar otros gastos. Gran parte de esta mayor liquidez observada en el mercado terminó como depósitos en el sistema financiero, especialmente en aquellos de renta fija. En efecto, en el cuarto trimestre los pasivos sujetos a encaje (PSE) registraron una aceleración en su tasa de crecimiento de 16,3% a 19,3%, factor que impulsó el aumento de M3 (Gráfico 41). De igual forma, al 9 de enero de 2009 la tasa anual de crecimiento de los CDT alcanzó 38,5%, completándose así un año con registros superiores al 30%. El segmento más dinámico continúa siendo la captación a plazos mayores a 18 meses, la cual no está sujeta a encaje y viene ganando participación dentro del total de captación a plazo (Gráfico 42). Esta estrategia, además de diluir el peso de los encajes, también contribuye a una menor vulnerabilidad al riesgo de liquidez.

2. El crédito

A pesar de la mayor disponibilidad de recursos, se ha evidenciado más prudencia en la asignación de créditos de los intermediarios financieros, hecho que ha acelerado la moderación del crecimiento de la cartera. En la primera semana de enero la tasa de crecimiento de la cartera bruta total se situó en 17,1%, 200 pb menos que lo registrado a finales de septiembre de 2008 (Gráfico 43). De igual forma, la caída estacional de esta variable, que se presenta generalmente los fines de año, fue más pronunciada en 2008 a la observada un año atrás. Así, en la última quincena de diciembre del año pasado el saldo se contrajo \$2 b, lo que representa una caída porcentual de 1,4%, la cual superó el descenso observado en el mismo periodo de 2007 (0,4%).

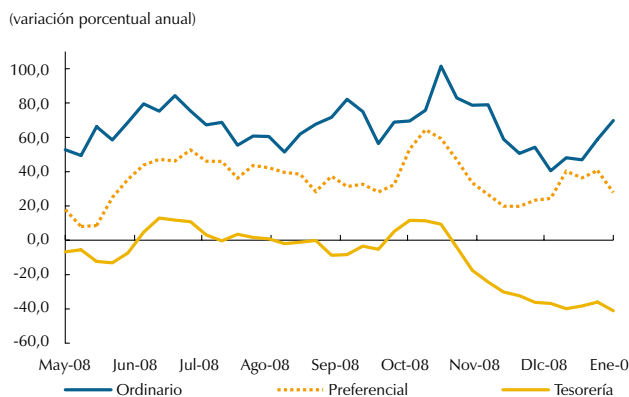
10 Aumento de repos y menores depósitos remunerados de contratación no constituidos de encaje.

Gráfico 44
Crédito de consumo y adquisición de vivienda
Desembolsos semanales promedio móvil de orden 4



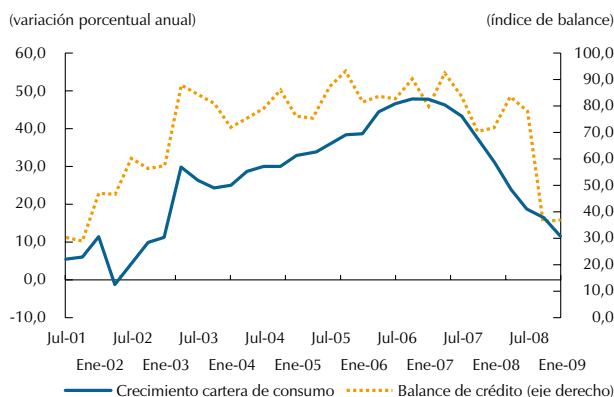
Nota: datos al 9 de enero de 2009.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 45
Crédito ordinario, preferencial y de Tesorería
Desembolsos semanales promedio móvil de orden 4



Nota: datos al 9 de enero de 2009.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 46
Crecimiento de la cartera de consumo y percepción de
crédito según grandes almacenes



a/ El índice de balance corresponde a percepción alta y neutra menos baja.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Encuesta trimestral de expectativas económicas Banco de la República.

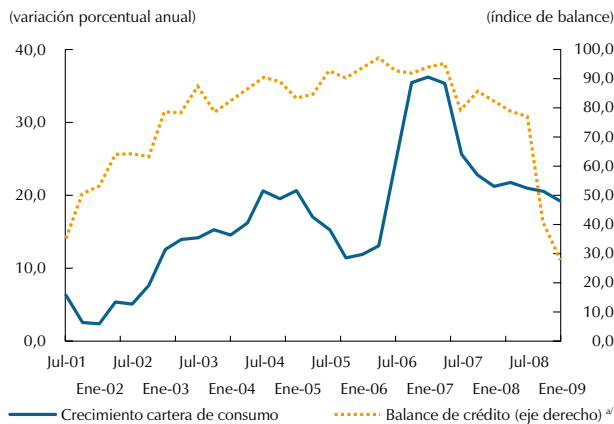
En cuanto al destino, con corte a la primera semana de enero, la mayor tasa de crecimiento correspondió a la cartera comercial (19,3%), seguida de la hipotecaria (15,4%). Este último porcentaje marcó un rumbo descendente frente al final del tercer trimestre, cuando la tasa se ubicó en 16,3%. Finalmente, la cartera de consumo (incluye microcrédito) creció un 13,6%, tasa que aún resulta superior a la del PIB nominal después de dos años de desaceleración.

A finales de 2008 también se presentó un crecimiento anual negativo en los desembolsos de préstamos a los hogares: consumo y adquisición de vivienda (Gráfico 44), lo cual confirma la desaceleración de la cartera en estas modalidades. El mismo comportamiento también se ha dado en los nuevos préstamos de tesorería a las empresas con plazos inferiores a un mes, los cuales se han contraído frente a los meses anteriores y también con respecto a un año atrás. Sin embargo, los desembolsos de créditos ordinarios y preferenciales han mostrado crecimientos superiores al 40% y 20%, respectivamente (Gráfico 45). Esto último podría estar reflejando las preferencias de las empresas por financiar sus operaciones a plazos más largos y así evitar posibles riesgos de iliquidez.

Las encuestas a los agentes también revelan una menor disponibilidad de crédito. A enero el 65% de los encuestados opinó que la oferta de crédito ha disminuido, y que tal situación se va a mantener en los próximos seis meses. Esta última cifra contrasta con lo observado a finales de 2006, cuando sólo el 15% los encuestados tenían la misma percepción (gráficos 46 y 47).

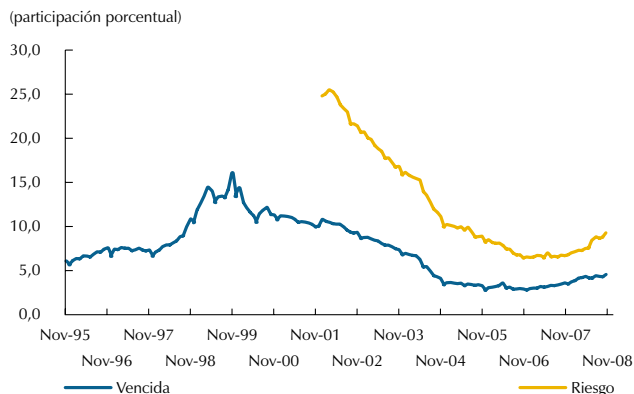
Además del incremento en la cartera, los establecimientos de crédito también han aumentado sus inversiones. En efecto, los flujos de fondos entre el 16 enero de 2009 y trece semanas antes muestran un aumento de pasivos por \$8,6 b, representados principalmente en mayores depósitos. De estos, \$3,3 b fueron destinados a cartera, \$4,2 b lo representan las inversiones y el resto se enviaron a depósitos remunerados en el Emisor. De todos modos, es importante destacar que gran parte del aumento de las inversiones obedecen a la valorización del portafolio de TES en poder del sistema financiero, y otra fracción a nuevas adquisiciones de los mismos o a compra de títulos emitidos por agentes diferentes al Gobierno nacional central.

Gráfico 47
Crecimiento de la cartera comercial y percepción de crédito de la industria



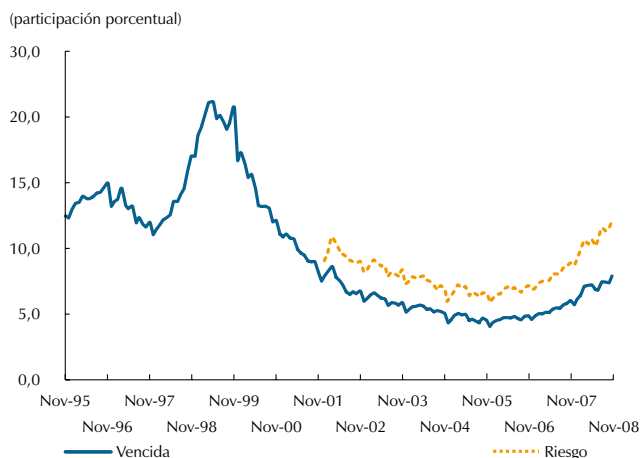
a/ El índice de balance corresponde a percepción alta y neutra menos baja.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Encuesta trimestral de expectativas económicas Banco de la República.

Gráfico 48
Cartera total vencida y en riesgo



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Encuesta trimestral de expectativas económicas Banco de la República.

Gráfico 49
Cartera de consumo vencida y en riesgo



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Encuesta trimestral de expectativas económicas Banco de la República.

Por su parte, los indicadores agregados de riesgo de cartera se mantienen en niveles ligeramente por encima de los mínimos históricos (Gráfico 48); sin embargo, los de consumo, *leasing* y microcrédito continúan deteriorándose (Gráfico 49).

En cuanto a la financiación externa privada, se ha presentado una sustitución entre los préstamos en moneda extranjera otorgados por organismos de crédito locales y los obtenidos por los agentes directamente en el exterior, bien sea con el sistema financiero internacional o con sus proveedores. Con información hasta noviembre de 2008, el endeudamiento externo total en el segundo semestre del año aumentó US\$506 millones (m), lapso en el que el saldo de créditos en moneda extranjera otorgado por el sistema financiero interno disminuyó US\$134 m. A diciembre las cifras de la cartera en moneda extranjera muestran que la reducción de los créditos externos otorgados por entidades bancarias locales continúa (Cuadro 7).

Otra forma de financiamiento ha sido la emisión de bonos por parte de las entidades. Entre noviembre de 2008 y enero de 2009 el sector real colocó títulos de deuda por un valor de \$1,2 b a tasas algo superiores a la de los TES, pero inferiores a las de los créditos preferenciales y de tesorería. Dicho monto corresponde al 54%, 44% y 79% del total de emisiones realizadas en 2006, 2007 y 2008, respectivamente. Las colocaciones del sector financiero en 2008 también fueron importantes: \$4,3 b, de los cuales cerca de la mitad (\$1,9 b) fueron emitidos en agosto. Parte del incremento en estas colocaciones refleja la intención de las entidades por prefinanciar sus operaciones y evitar problemas de liquidez a lo largo del presente año (Gráfico 50).

3. Tasas de interés y precio de las acciones

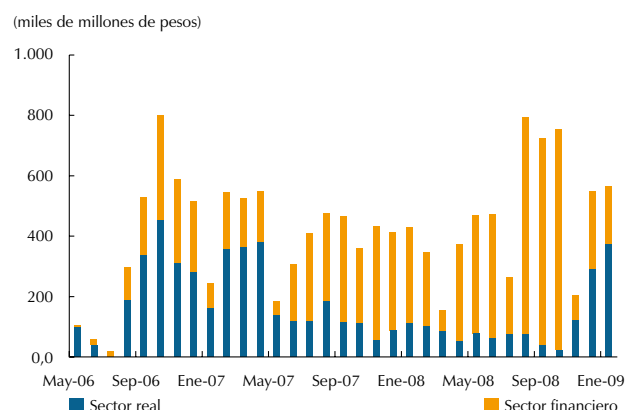
Como se mencionó, en las reuniones del 19 de diciembre de 2008 y el 30 de enero de 2009 la JDBR decidió consolidar el cambio en la postura de política monetaria, reduciendo la tasa de interés de política en 50 pb en cada reunión. De esta forma, la tasa de interés repo a un día del Banco de la República pasó de 10,0% a 9,0%. La Junta también manifestó que hay condiciones para continuar con la reducción de la tasa

Cuadro 7
Endeudamiento externo,
saldo en millones de dólares

	Cartera en moneda extranjera	Endeudamiento directo del sector privado	Total	Crecimiento anual
Junio de 2008	3.780,8	13.160,5	16.941,2	13,2%
Noviembre de 2008	3.647,1	13.799,9	17.447,0	8,9%
Diciembre de 2008	3.497,6			
Variación junio - noviembre	(133,7)	639,5	505,8	
Variación junio - diciembre	(283,1)			

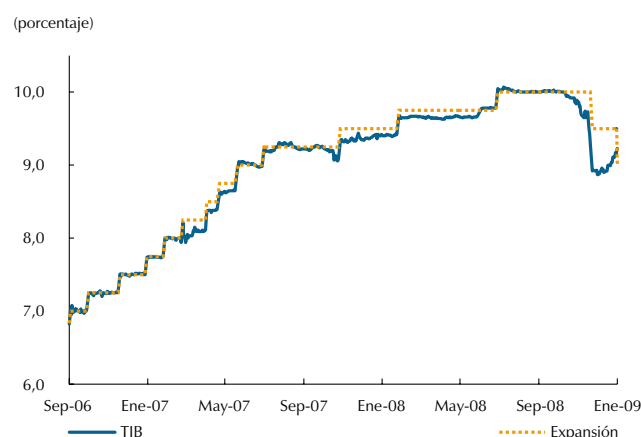
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 50
Monto de emisiones de deuda corporativa en Colombia,
promedio móvil de tres meses



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 51
Tasa de interés para expansión del Banco de la República y
tasa de interés interbancaria (TIB)



Fuente: Banco de la República.

de intervención y consolidar el cambio en la postura de la política monetaria iniciada en el último trimestre del año pasado.

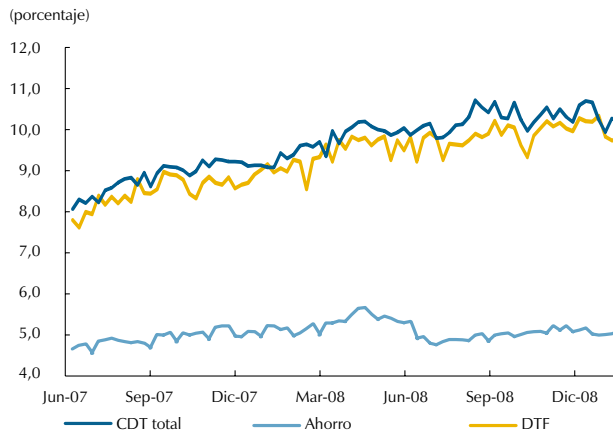
Por su parte, entre noviembre y diciembre la TIB en promedio fue inferior en 50 pb a la tasa de política, en un contexto en el cual el Banco de la República era deudor neto del sistema financiero (Gráfico 51). Factores como el efecto acumulado de la compra de reservas en los últimos años, la disminución de los encajes y el retiro de los depósitos del Gobierno del Banco de la República para cumplir con los vencimientos de TES, explicaron el incremento de la liquidez en este periodo.

Pese a la mayor liquidez en el mercado monetario, las tasas de interés de captación permanecieron relativamente estables a lo largo del último trimestre de 2008. Fue sólo hasta mediados de enero, y a raíz de la reducción de las tasas de interés del Emisor, que dichas tasas iniciaron una fase de descenso. Con información al 23 de enero de 2009, desde el ajuste en la tasa de política, las tasas de interés de CDT total y la DTF se han reducido en 57 pb y en 54 pb, respectivamente, situándose en el mismo orden en niveles de 10,1% y 9,8% (Gráfico 52).

En cuanto a las tasas de colocación, en el cuarto trimestre de 2008 se presentó una tendencia creciente en las tasas de interés nominales de los créditos de tesorería y preferencial, ubicándose en promedio en el mes de diciembre en 15,7% y 16,0%, en su orden, y aumentando frente al promedio de septiembre en 218 pb y 109 pb. El resto de las tasas de interés activas presentaron variaciones

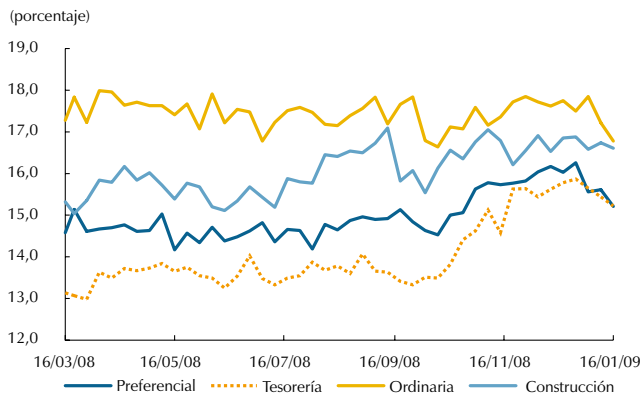
alrededor de los niveles alcanzados a finales del tercer trimestre, con excepción de la tasa de interés de tarjetas de crédito, que se redujo 46 pb, en línea con la disminución de la tasa de usura (73 pb) (gráficos 53 y 54).

Gráfico 52
Tasas nominales de interés pasivas
datos semanales



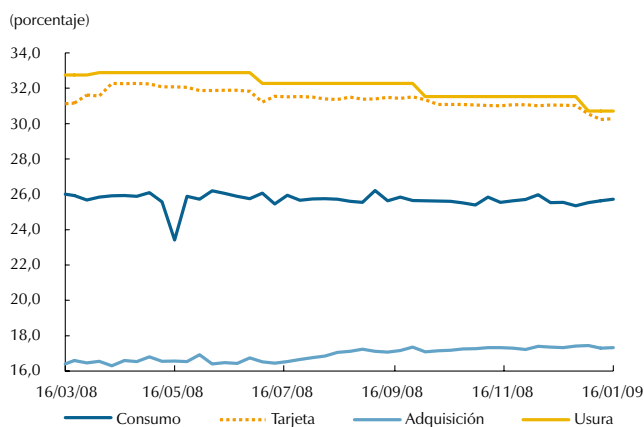
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 53
Tasas de interés nominales crédito empresarial
datos semanales



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

Gráfico 54
Tasas de interés nominales hogares
datos semanales



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

Posterior a la primera reducción de tasas del Banco, la mayoría de las tasas de interés han descendido y, en particular, las vinculadas con crédito a las empresas. En efecto, al 16 de enero las tasas de interés de los créditos ordinarios y preferenciales cayeron 97 pb y 82 pb, situándose en 16,8% y 15,2%, respectivamente. Este patrón también lo siguieron las tasas de interés del crédito de tesorería (56 pb) y de construcción de vivienda (23 pb), que en su orden se ubicaron en 15,2% y 16,6% (Cuadro 8).

Con respecto al desempeño de los títulos de deuda pública, los precios se han recuperado, sobre todo en los tramos medio y largo de la curva de rendimientos, después de las desvalorizaciones ligadas a la situación de pánico en los mercados internacionales. Los bonos con vencimiento a julio de 2020, que el 28 de octubre se llegaron a transar con rendimientos de 13,53%, en enero 16 se negociaron a tasas de 9,94%, implicando 359 pb de valorización. En igual período de referencia, los bonos con vencimiento en octubre de 2015 y noviembre de 2010 se valorizaron 341 pb y 93 pb, respectivamente (Gráfico 55).

Entre los factores que determinaron las valorizaciones mencionadas están: la menor aversión al riesgo de las economías emergentes frente a lo ocurrido en septiembre y octubre de 2008; las decrecientes expectativas de inflación externas e internas; las crecientes expectativas de reducción de la tasa de interés del Banco República y otros bancos centrales de la región; la abundante disponibilidad de recursos de los intermediarios locales, y la sustitución de títulos externos por parte de los fondos de pensiones.

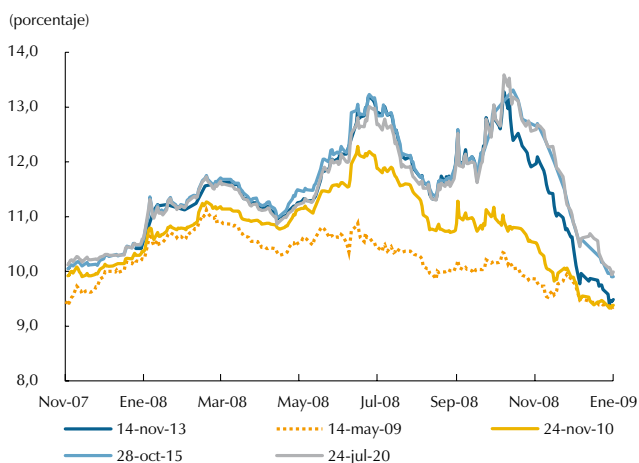
No obstante lo anterior, las cotizaciones del mercado accionario colombiano, tal como ha ocurrido en las bolsas de los centros financieros internacionales y de la región, experimentaron una recuperación parcial de las pérdidas de septiembre y octubre de 2008. Entre el 12 de septiembre y el 27 octubre el índice general de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) cayó 3.288 puntos (de 9.749 a 6.461), desde cuando ha aumentado 1.327 puntos hasta el 30 de enero, lo que representa un aumento de 40% (Gráfico 56).

Cuadro 8
Tasas nominales de interés

	Promedio mensual		Promedio semanal		
	septiembre de 2008	diciembre de 2008	19 de diciembre de 2008	16 de enero de 2009	23 de enero de 2009
Tasas de captación					
Ahorro ordinario	5,0	5,0	5,0	5,0	
CDT	10,4	10,5	10,7	10,2	10,1
DTF	9,9	10,1	10,2	9,7	9,6
Tasas de colocación					
Tasa de colocación del Banco de la República	17,4	17,7	17,6	16,7	
Crédito empresarial					
Ordinario	17,6	17,7	17,8	16,8	
Preferencial	14,9	16,0	16,0	15,2	
Tesorería	13,5	15,7	15,8	15,2	
Construcción de vivienda	17,0	17,4	16,8	16,6	
Crédito de los hogares					
Consumo	25,8	25,6	25,5	25,7	
Tarjeta	31,5	31,0	31,0	30,3	
Adquisición de vivienda	17,3	17,5	17,3	17,3	
TIB					
	10,0	9,4	9,3	9,0	9,1
Subasta de expansión					
	10,0	9,9	10,0	9,5	9,5
Tasa de usura					
	32,3	31,5	31,5	30,7	30,7

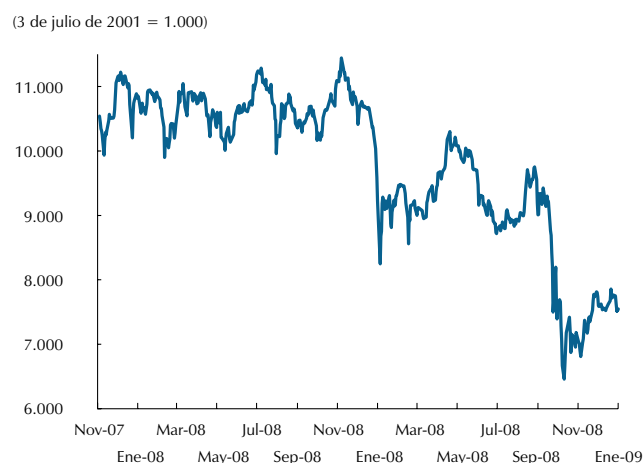
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 55
Tasas de interés nominales de los TES, mercado secundario



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 56
Índice general de la Bolsa de Valores de Colombia



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Recuadro 2 LA RESPUESTA DE LAS AUTORIDADES ECONÓMICAS EN LOS ESTADOS UNIDOS FRENTE A LA CRISIS EN 2008

Daniel Parra Amado*

Desde su inicio en 2007 la crisis *subprime* se propagó a la actividad económica en general mediante diversos canales. Este debilitamiento se presentó tanto en los Estados Unidos como en un gran número de economías, convirtiéndose en lo que podría ser una de las recesiones más fuertes vistas a nivel mundial desde la crisis de 1929.

Para paliar las consecuencias de tal hecho, las autoridades económicas de varios países han adoptado diversas medidas. En los Estados Unidos, en particular, durante 2008 el esfuerzo fue grande, pues se ejecutaron políticas tanto en el ámbito fiscal como en el monetario, siendo algunas de ellas poco convencionales. Como se menciona a lo largo de este informe, hasta las primeras semanas de enero los resultados observados eran limitados en los planos financiero y real.

A continuación se expondrán brevemente algunos de los programas realizados por el Departamento del Tesoro y la Reserva Federal (Fed) en los Estados Unidos como respuesta a la crisis.

1. Medidas de la Reserva Federal

A partir septiembre de 2007 y hasta finales de 2008 la Fed redujo fuertemente sus tasas, desde 5,25% hasta un intervalo entre 0 y 0,25% a finales de diciembre. Al mismo tiempo, las autoridades monetarias incorporaron novedosas herramientas para tratar de restablecer el canal crediticio, debido a que cada vez era más claro que se estaba quedando sin uno de sus instrumentos para estimular la economía, al ubicar la tasa en niveles cercanos a cero. Entre las estrategias adoptadas por la Fed se encuentra la recomposición de su hoja de balance y la expansión de sus activos dentro de la misma. Esta última estrategia, denominada *credit easing*, ha tenido resultados parciales sobre las primas de riesgo, generando un crecimiento considerable de la base monetaria (véase capítulo II de este informe).

Dentro de los programas que afectan los activos de la hoja de balance de la Fed y que tienen como objetivo proveer liquidez

al mercado interbancario y algunos mercados de crédito específicos se encuentran: 1) *term auction facility* (TAF) que permite a los bancos comerciales obtener préstamos a un mes a cambio de un colateral; 2) *primary dealer credit facility* (PDCF) el cual ofrece préstamos a un día a cambio de un colateral para las instituciones financieras que tienen relación directa con la Fed; 3) *asset backed money lending facility* (AMLF), que es una facilidad de crédito que provee fondeo a las entidades depositantes y a los *holdings* bancarios para financiar sus compras de papeles comerciales respaldados en títulos de alta calidad, y 4) *commercial paper funding facility* (CPFF) mediante el cual la Fed financia la compra de papeles comerciales con un plazo de vencimiento no mayor a tres meses. Además, creó líneas de crédito para Bear Stearns y American International Group (AIG), al tiempo que generó líneas de *swap* de monedas para irrigar liquidez a otros bancos centrales (Cuadro R2.1). En marzo de 2009 se espera que inicie el programa denominado *term asset-backed securities loan facility* (TALF), que tendría recursos por US\$200 mm y que buscaría ayudar a consumidores y pequeñas empresas en la consecución de créditos.

Cuadro R2.1
Balance de la Reserva Federal
(miles de millones de dólares)

	12-Sep-07	10-Sep-08	29-Jan-09
Activos	890	924	1.961
Bonos del Tesoro y agencias federales	780	480	511
Repo	45	127	-
Crédito TAF	-	150	416
Otros créditos ^{a/}	7	24	154
Facilidad de fondos a corto plazo	-	-	248
Créditos relacionados con Bear Stearns	-	29	72
Otros activos incluyendo <i>FX swaps</i>	58	115	524
Pasivos	890	924	1.961
Moneda en circulación	775	798	885
Reservas	32	32	736
Repos en reversa	33	44	72
Depósitos del Tesoro		-	219
Otros pasivos	50	50	49

* El autor es profesional de la Sección de Inflación del Departamento de Programación e Inflación, agradece a Adolfo Cobo y Ricardo Bernal sus comentarios. Las opiniones de este recuadro son exclusiva responsabilidad del autor.

^{a/} Otros créditos: ventanilla de descuento, PDCF, CPFF, facilidades de liquidez para Asset Backed Commercial Paper (ABCP) Money Markets y Crédito AIG
Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed).

2. Medidas del Departamento del Tesoro

Las ayudas empezaron en febrero de 2008 con el recorte de impuestos por un monto de US\$168 mm, que fue uno de los factores que permitió sostener el crecimiento del PIB estadounidense en terreno positivo durante el segundo trimestre. Luego, en septiembre el Tesoro realizó su primera incursión fuerte en el mercado financiero garantizando solvencia y liquidez para las gigantescas agencias hipotecarias *Fannie Mae* y *Freddie Mac*. Hasta diciembre las compras que efectuó el gobierno¹ de obligaciones y acciones emitidas por dichas entidades llegaban a US\$85 mm.

Tras la gran inestabilidad y volatilidad financiera presenciada en octubre, el Departamento del Tesoro también lanzó el *troubled asset relief program* (TARP) por US\$700 mm, cuyo objetivo era estabilizar el sistema financiero. De la totalidad de recursos del TARP la administración autorizó la compra de US\$350 mm en activos para el año 2008. Hasta el 31 de diciembre el Tesoro había invertido US\$247 mm para garantizar solvencia y liquidez de varios bancos, la recapitalización de AIG y Citigroup y el rescate de las automotrices estadounidenses; además, ejecutó US\$64 mm en otros subsidios (Cuadro R2.2).

Cuadro R2.2

Actividades del Tesoro bajo el programa de asistencia (TARP) a 31 de diciembre de 2008

	Número de instituciones	Monto (miles de millones de dólares)	Subsidio estimado (miles de millones de dólares)	Tasa de subsidio (porcentaje)
Compras de capital				
Programa de compra de capital	214	178	32	18
American International Group	1	40	21	53
Citigroup	1	20	5	26
GMAC	1	5	3	63
Total capital adquirido	217	243	61	25
Préstamos a las compañías automotrices	1	4	3	63
Total	218	247	64	26

Nota:

Compras a 6 de noviembre de 2008:
Programa de compra de capital

Fuente: Oficina de Presupuesto del Congreso de los Estados Unidos.

Hasta las primeras semanas de enero algunos analistas han tratado de contabilizar el total de las intervenciones establecidas por diversas autoridades económicas para rescatar el sistema financiero y la actividad económica. Las estimaciones hechas muestran que aproximadamente US\$9 b habrían sido asignados, de los cuales se habrían ejecutado US\$3,6 b. Cabe señalar que el PIB estadounidense en 2008 fue de US\$14,3 b, aproximadamente. Dentro de estos cálculos se tendrían en cuenta las acciones ejecutadas por la Fed y el Tesoro antes descritas, como también acciones de entidades como la Agencia Federal de Financiación de Vivienda (FHFA, por su sigla en inglés) y el Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano, entre otros.

Referencias

Este recuadro se basó en información recolectada de documentos de la Reserva Federal, del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos y de la Oficina de Presupuesto del Congreso estadounidense. Así mismo, se tuvieron en cuenta informes de analistas como Goldman Sachs, Société Générale, UBS y Bloomberg.

¹ Además de estas operaciones, el Tesoro estableció un programa de suplemento financiero por US\$259 mm en el cual recogió liquidez del público mediante emisión de bonos.

III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

El crecimiento mundial sufrirá un fuerte retroceso en 2009 como consecuencia de la crisis financiera internacional, mayor que el previsto en el informe anterior.

Se anticipa una profunda contracción del comercio mundial que afectaría por igual a países desarrollados y emergentes. Los flujos de capital también se verán afectados.

En Colombia la difícil situación externa se traduciría en una expansión baja del PIB en 2009, menor que la prevista en el informe anterior.

Una política monetaria más laxa y un gasto público importante deberán permitir una aceleración del crecimiento en la segunda mitad del año. Se espera que el crédito interno siga fluyendo normalmente.

Están dadas las condiciones para que la inflación descienda en los próximos dos años. Para 2009 la probabilidad de cumplir la meta es alta.

A. CONTEXTO INTERNACIONAL

En el último mes los acontecimientos en el ámbito internacional han confirmado la profundidad de la crisis financiera, y los riesgos de una recesión más aguda en los Estados Unidos y Europa ya se están materializando. Aunque las políticas adelantadas por las autoridades económicas en dichas regiones han permitido reducir de alguna forma los problemas de liquidez, no han evitado que la crisis se propague hacia la actividad real.

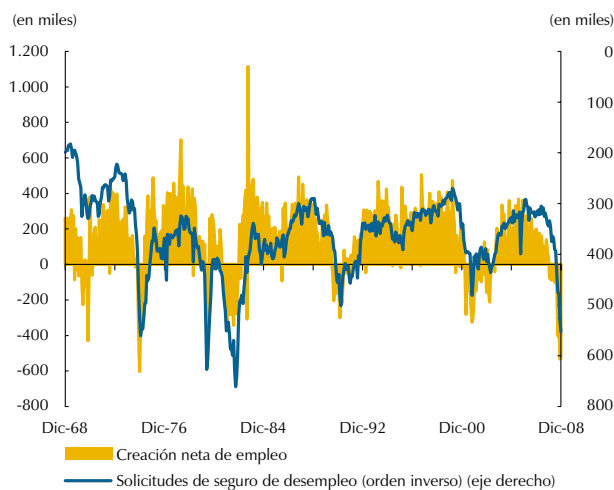
Al finalizar el año economías desarrolladas como la zona del euro, el Reino Unido y los Estados Unidos se encontraban técnicamente en recesión¹¹. En el último

11 Desde el punto de vista técnico, una recesión se presenta cuando un país tiene un crecimiento negativo trimestral durante dos o más periodos consecutivos.

trimestre el Reino Unido se contrajo 1,5% frente al anterior (5,9% trimestre anualizado), mientras que en los Estados Unidos la caída fue 3,8% trimestre anualizado según los datos de la primera revisión técnica realizada por el Bureau of Economic Analysis. Por su parte, la Unión Europea que ya se había declarado en recesión durante el tercer trimestre de 2008, continuaba mostrando señales de contracción.

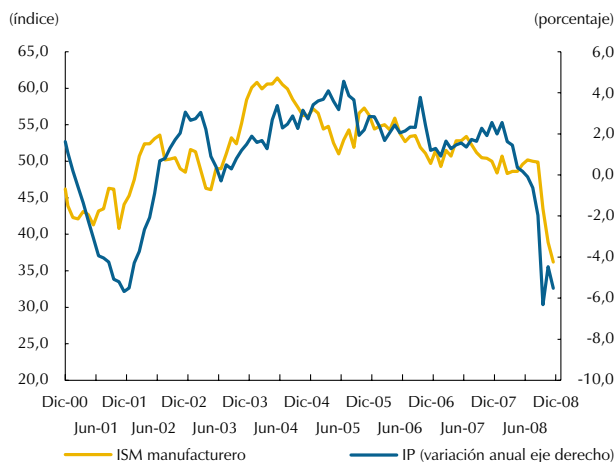
En los Estados Unidos, específicamente, durante el cuarto trimestre los efectos de la crisis hipotecaria y financiera se han traspasado hacia el consumo y la inversión tanto residencial como no residencial. El consumo se contrajo 3,5% trimestre anualizado, algo que no se observaba desde el inicio de los años ochenta.

Gráfico 57
Situación del empleo en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 58
Índice de producción industrial (IP) e ISM en los Estados Unidos^{a/}



a/ Índice de sentimiento empresarial manufacturero (ISM).
Fuente: Bloomberg.

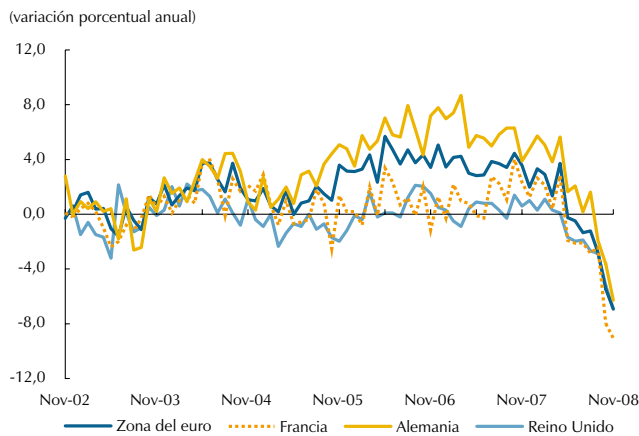
El deterioro del mercado laboral, las restricciones de acceso al crédito y las pérdidas de riqueza ocasionadas por la fuerte desvalorización de los activos hace pensar que la recuperación del consumo pueda tardar varios trimestres.

El mercado laboral en los Estados Unidos ha sido fuertemente golpeado por la crisis: en diciembre la tasa de desempleo se situó en 7,2%, cifra que no se registraba desde 1993. Durante 2008 se presentó una destrucción de 2,6 millones de puestos de trabajo, y la situación no parece mejorar, puesto que en enero del presente año continuaron los anuncios de recortes de personal. Al mismo tiempo, en diciembre y enero se recibieron 545 mil solicitudes más de seguros de desempleo en promedio (Gráfico 57). Las perspectivas sobre un muy débil funcionamiento económico para este año han llevado a los analistas a pensar que la tasa de desempleo llegaría a niveles de 9% en diciembre de 2009.

La inversión ha sido otra de las variables más afectadas por la crisis. En el caso de la residencial en el último trimestre decreció 23% y no se espera una mejoría pronto, dadas las restricciones crediticias y la sombría percepción de inversionistas y consumidores con respecto al mercado inmobiliario. A su vez, la no residencial se contrajo 19% y algunos indicadores, como las nuevas órdenes de bienes de capital, mostraban un deterioro en los últimos tres meses. Por el lado de la oferta, indicadores como el índice de producción industrial y el sentimiento empresarial manufacturero (ISM) corroboraban la caída de la producción en el cuarto trimestre (Gráfico 58).

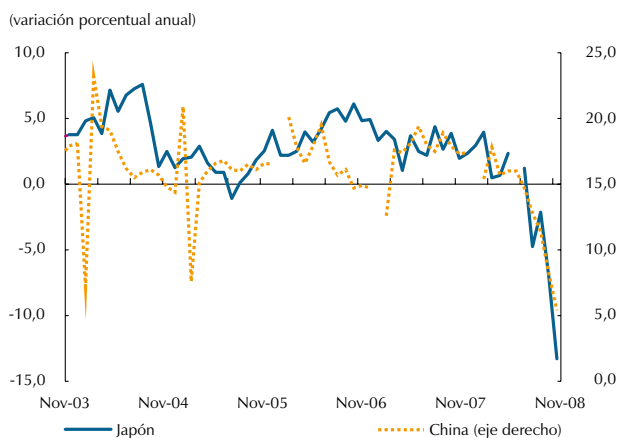
Ante este panorama, el gobierno electo en los Estados Unidos anunció un plan adicional de estímulo fiscal de alrededor de US\$825 mm (6% del PIB de 2007

Gráfico 59
Producción industrial, algunos países europeos



Fuentes: Bloomberg y Datastream.

Gráfico 60
Producción industrial en Asia



Fuentes: Bloomberg y Datastream.

aproximadamente)¹², el cual se encuentra todavía en discusión por parte del Congreso¹³. Analistas como UBS y Goldman Sachs proyectan que el déficit fiscal para 2009 podría elevarse alrededor del 10% del PIB, teniendo en cuenta los paquetes propuestos en las últimas semanas y las proyecciones de la oficina de presupuesto del Congreso que incluían el programa anunciado el año pasado para rescatar el sistema financiero o *troubled asset relief program* (TARP) y las ayudas a empresas estatales denominadas *government-sponsored enterprises* (GSE) (Recuadro 2).

Cabe señalar que la incertidumbre sobre la eficacia de los estímulos fiscales es bastante alta. Una parte de los recursos se destinaría a recortes de impuestos, con lo cual se esperaría estimular el consumo; sin embargo, se teme que estos recursos no se traduzcan en mayor demanda sino en un aumento del ahorro de los hogares. Este riesgo es aún mayor si se tiene en cuenta el alto nivel de endeudamiento que presentan los consumidores en ese país. De hecho, la propensión a ahorrar ya había empezado a aumentar en 2008. Por otra parte, no está claro que los recursos que se dirigen al gasto en infraestructura (10% del total) con el fin de generar empleo se puedan ejecutar rápidamente, razón por la cual estas políticas podrían tardar más de un año en mostrar resultados.

La crisis no sólo ha afectado a los Estados Unidos; en Europa y Japón la situación también se está agravando.

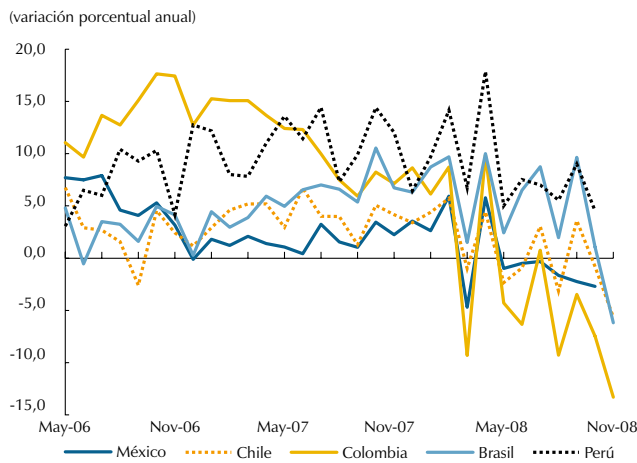
En ambas economías el consumo se desaceleró fuertemente y la producción industrial se contrajo a finales de 2008 (gráficos 59 y 60). Igualmente, las perspectivas de recuperación de estas economías son bastante lejanas, por lo menos eso muestran algunos de los indicadores de confianza del consumidor y de sentimiento de los empresarios, todos los cuales se encuentran en niveles muy bajos.

Con respecto a las economías emergentes, el caso de China es particularmente preocupante, ya que esta economía se había convertido en uno de los motores

12 En el paquete de Obama se contemplan recortes en impuestos por US\$275 mm, gasto en infraestructura por US\$90 mm, en salud por US\$111,1 mm, en educación por US\$141,6 mm, energía por US\$58 mm, ciencia y tecnología por US\$16 mm, ayudas a pobres y desempleados por US\$102 mm, y otros por US\$35,5 mm.

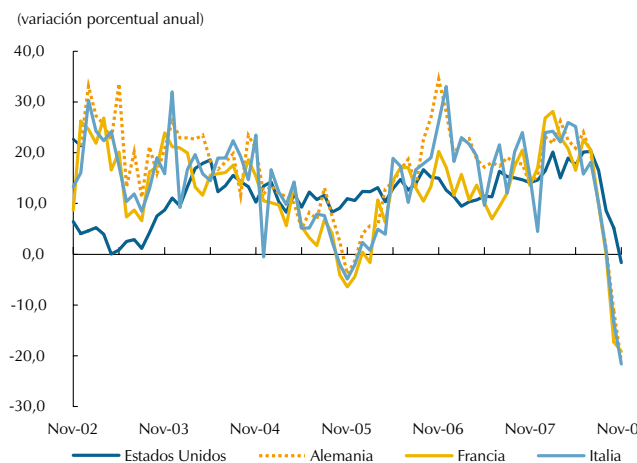
13 El viernes 23 de enero se reveló un paquete de estímulo fiscal de US\$455 mm, el proyecto de ley consta de US\$275 mm en recortes de impuestos y US\$180 mm en subsidios de desempleo y ayuda a gobiernos estatales y locales. La legislación propuesta está diseñada para ser un subcomponente del paquete de US\$825 mm propuesto por Obama.

Gráfico 61
Producción industrial, algunos países latinoamericanos



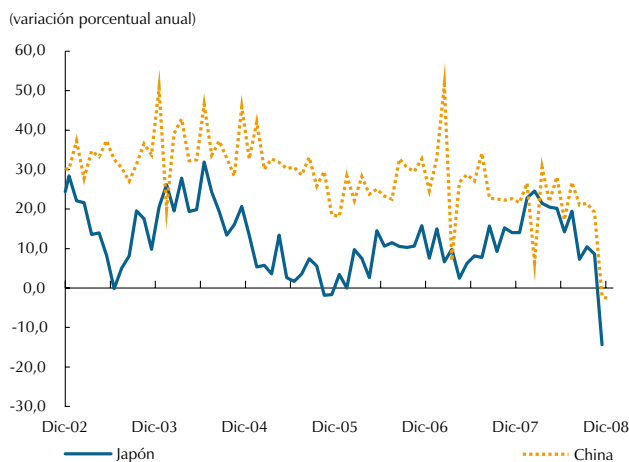
Fuentes: Bloomberg y Datastream.

Gráfico 62
Exportaciones en los Estados Unidos y Europa



Fuentes: Bloomberg.

Gráfico 63
Exportaciones en Asia



Fuentes: Bloomberg.

de crecimiento mundial en lo corrido de la década. La información disponible para ese país mostraba una fuerte desaceleración en la producción industrial a noviembre. Para atacar la crisis el gobierno propuso un gigantesco programa fiscal que ascendería a 14% del PIB chino. Otros países también han anunciado paquetes, pero, al igual que sucede con el de los Estados Unidos¹⁴, la incertidumbre sobre su efectividad en 2009 es alta.

En Latinoamérica y otras economías emergentes durante diciembre y las primeras semanas de enero se empezaron a observar signos de deterioro marcado en la producción de diversos sectores. Tal es el caso de la industria y de las ventas al por menor, que muestran una contracción para países como Chile, Colombia y México (Gráfico 61).

El retroceso de la demanda mundial se ha traducido en una contracción del comercio internacional (medido en cifras nominales y en dólares) más fuerte que el esperado en informes anteriores (gráficos 62 y 63). En los Estados Unidos, por ejemplo, las exportaciones se contrajeron en 1,6% año a año (a/a) durante noviembre; en las principales economías de Europa el descenso osciló entre 15% y 20% a/a y en Japón y China la contracción fue de 14% en noviembre y 2% a/a en diciembre, respectivamente. En cuanto a Latinoamérica, en la mayoría de países ya se sienten los efectos de la desaceleración mundial en sus exportaciones.

La caída de precios de los productos básicos que ha acompañado el debilitamiento de la economía mundial ha permitido una rápida disminución de la inflación en economías desarrolladas y en varios países emergentes, al punto en que hoy en día se teme por una posible deflación en el caso de los Estados Unidos y Europa. En América Latina, aunque la inflación seguía elevada a finales de año, las presiones alcistas se habían moderado. Teniendo en cuenta lo anterior, los bancos centrales de las economías latinoamericanas y emergentes empezaron a reducir sus tasas de referencia a partir de

14 La zona del euro aprobó un plan conjunto de €200 mm (US\$260 mm, aproximadamente). Japón y China anunciaron un paquete de impulso económico por US\$51 mm y US\$586 mm, respectivamente.

diciembre, como lo habían hecho desde septiembre las economías desarrolladas. En la región las disminuciones han sido mayores que las esperadas por el mercado (Cuadro 9).

Cuadro 9
Tasas de referencia de los bancos centrales

	Nivel actual	Último cambio	Siguiente reunión
Estados Unidos	(0 - 0,25)	16 de diciembre de 2008 (-87,5 pb)	28 de enero de 2009
Zona del euro	2,00	15 de enero de 2009 (-50 pb)	5 de febrero de 2009
Reino Unido	1,50	8 de enero de 2009 (-50 pb)	5 de febrero de 2009
República Checa	2,25	17 de diciembre de 2008 (-50 pb)	6 de febrero de 2009
Japón	0,10	19 de diciembre de 2008 (-20 pb)	19 de febrero de 2009
Brasil	12,75	21 de enero de 2009 (-100 pb)	11 de marzo de 2009
México	7,75	16 de enero de 2009 (-50 pb)	20 de febrero de 2009
Chile	7,25	8 de enero de 2009 (-100 pb)	12 de febrero de 2009
Colombia	9,50	19 de diciembre de 2008 (-50 pb)	30 de enero de 2009
Perú	6,50	11 de septiembre de 2008 (+25 pb)	5 de febrero de 2009
Turquía	13,00	15 de enero de 2009 (-200 pb)	19 de febrero de 2009
China	5,31	22 de diciembre de 2008 (-27 pb)	primer trimestre de 2009
Nueva Zelanda	5,00	4 de diciembre de 2008 (-150 pb)	29 de enero de 2009
Australia	4,25	2 de diciembre de 2008 (-100 pb)	3 de febrero de 2009
India	5,50	2 de enero de 2008 (-100 pb)	27 de enero de 2009
Sudáfrica	11,50	11 de diciembre de 2008 (-50 pb)	5 de febrero de 2009

Fuentes: bancos centrales, Bloomberg y JPMorgan.

Así las cosas, varios de los riesgos que se señalaron para las economías emergentes en el informe anterior se han ido materializando; en especial aquellos relacionados con el debilitamiento del comercio y las caídas en los términos de intercambio. Por otro lado, los flujos de capital, aunque se han reducido y seguramente lo seguirán haciendo, no se han interrumpido completamente y el financiamiento sigue disponible para los gobiernos a tasas que no son prohibitivas. Así mismo, en la mayoría de países los sistemas financieros presentan aún condiciones saludables y los bancos comerciales todavía continúan otorgando crédito sin restricciones excesivas ni altos costos.

Dado este contexto, para este informe se revisaron a la baja los pronósticos de crecimiento de nuestros socios comerciales. En 2009 se espera para los Estados Unidos un crecimiento entre -1,6% y -2,5%, con un escenario central de -2,0%, el cual es menor que el previsto en el informe de septiembre (entre -0,2% y -1,4%). Para Europa esperamos un crecimiento entre -1,3% y -2,3% (Cuadro 10).

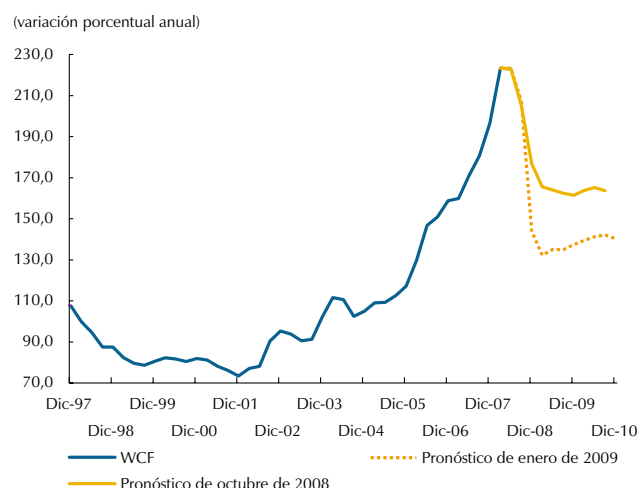
Para 2009 puede haber diferencias importantes en la forma como los diferentes países afronten la crisis. Por ejemplo, una dependencia alta de la exportación de materias primas, un sector público con poco margen para ejecutar políticas fiscales contracíclicas y una inflación alta y tasas de interés bajas que impidan aplicar una política monetaria expansiva, son todas condiciones que pueden hacer más

Cuadro 10
Evolución de los pronósticos de crecimiento real de nuestros socios comerciales

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

a/ El rango de pronóstico viene dado por un escenario optimista (techo del intervalo) y un escenario pesimista (piso del intervalo), en donde el punto medio del rango es nuestro escenario central.
Fuentes: Bloomberg; LatinFocus Concesus Forecast; Fondo Monetario Internacional y el Banco de la República.

Gráfico 64
Índice de precios del total de *commodities* sin petróleo (WCF)



Fuente: The Economist Intelligence Unit (EIU).

vulnerable a una economía. Para Colombia algunos de sus socios comerciales más importantes pueden caer en esta categoría. De ellos conviene destacar el caso de Venezuela para el cual se redujo un poco el pronóstico de crecimiento; así en este informe se espera para dicho país un crecimiento entre 0% y 2,5%, con un escenario central de 1,3%.

A la par con los menores pronósticos de crecimiento mundial, también se disminuyeron las proyecciones para los precios de los bienes básicos (*commodities*), los cuales registraron fuertes caídas durante 2008. De acuerdo con las previsiones de The Economist Intelligence Unit (EIU) se espera que el índice de productos básicos sin petróleo disminuya durante el primer semestre de 2009; luego, presentaría un leve aumento hasta el final de 2010, ubicándose en los niveles observados

en 2006 (Gráfico 64). Para el petróleo West Texas Intermediate (WTI), se prevé un nivel de US\$35 el barril para el escenario de crecimiento pesimista en los Estados

Cuadro 11
Precios internacionales

Producto	2005	2006	2007	Proyección			
				2008		2009 ^{c/}	
				Actual ^{a/}	Anterior ^{b/}	Escenario A	Escenario B
Café (ex dock) (dólares por libra)	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4	1,3	1,0
Petróleo WTI (dólares por barril)	56,6	66,1	72,3	99,6	105,6	47,5	35,0
Petróleo colombiano (dólares por barril) ^{d/}	49,8	58,3	66,2	92,8	98,9	45,6	33,2
Carbón (dólares por tonelada)	47,8	48,0	50,8	68,1	68,6	68,1	43,1
Ferróníquel (dólares por libra)	2,4	3,6	5,5	3,1	3,4	1,6	1,2
Oro (dólares por onza troy)	445,0	604,6	696,9	873,0	915,4	828,0	828,0

a/ Balanza de pagos estimada en enero de 2009.

b/ Balanza de pagos estimada en octubre de 2008.

c/ Los escenarios A y B corresponden al escenario central y pesimista, respectivamente.

d/ Precio promedio de crudos exportados por Colombia que supone un precio promedio WTI de US\$99,6 en 2008.

Fuente: cálculos del Banco de la República.

Unidos, y de US\$47,5 para el central. Estas proyecciones están asociadas con los pronósticos para el crecimiento en los Estados Unidos (Cuadro 11).

En síntesis, para este informe nuestro escenario central contempla una recesión profunda de las economías desarrolladas como los Estados Unidos, la zona del euro y el Reino Unido, que podría mostrar signos de mejoría hacia finales de 2009. El riesgo de que se retroalimente el círculo perverso entre el deterioro de los mercados financieros y el debilitamiento de la actividad económica es alto. Además, se teme que el comercio mundial —uno de los motores de crecimiento de las últimas décadas— se contraiga fuertemente como resultado de la menor demanda mundial y de políticas proteccionistas que varios países podrían adoptar.

B. BALANZA DE PAGOS

En diciembre de 2008 el Banco de la República publicó las cifras de la balanza de pagos a septiembre, las cuales mostraron un déficit en la cuenta corriente equivalente a 2,3% del PIB. Los acontecimientos externos y algunos indicadores internos de la última parte del año permiten suponer que el desbalance externo en el año 2008 se habría ampliado con respecto a lo observado a esa fecha.

En la primera parte del año las cifras daban señales de corrección del desbalance externo del país, tendencia que fue favorecida por los altos precios de nuestros productos básicos de exportación y por la alta demanda por parte de nuestros socios comerciales. Sin embargo, la profundización de la crisis financiera mundial generó una caída de los precios internacionales de los productos básicos, con mayor fuerza a partir de la segunda mitad de 2008, la cual ha estado acompañada de un menor crecimiento económico mundial y, por tanto, de una demanda externa más baja por productos colombianos.

Se calcula que en 2008 las ventas externas del país alcanzaron un crecimiento cercano al 25% anual, el cual, en todo caso, es superior al registrado en 2007

(23% anual). Otra fuente importante de ingresos netos del exterior, como son las remesas de trabajadores, sufrió una notoria desaceleración en los últimos meses del año y se calcula que en 2008 su crecimiento fue de 9,0% anual frente a 15% de aumento en 2007. De otro lado, y no obstante la desaceleración de la economía colombiana (en especial en el último trimestre del año), durante todo 2008 las compras de bienes importados se mantuvieron muy dinámicas, con un crecimiento sostenido superior al 21% anual. Por todo lo anterior, los cálculos del Banco de la República indican que el déficit en cuenta corriente en 2008 estaría en un rango entre 2,6% y 3,0% del PIB.

Como se mencionó, la desaceleración económica mundial es cada vez más clara, sin embargo, aún hay mucha incertidumbre sobre la magnitud de la misma, en especial en los Estados Unidos y Europa. De igual forma, los pronósticos sobre el desempeño futuro de los precios de los *commodities* son todavía inciertos. Por esta razón, y al igual que como se presentó en el *Informe sobre inflación* pasado, para 2009 los pronósticos de balanza de pagos y de crecimiento económico del Banco de la República se elaboran a partir de diferentes escenarios sobre el desempeño del contexto externo.

Dichos escenarios contemplan diferentes efectos de la crisis económica mundial sobre el crecimiento de nuestros principales socios comerciales, en particular de los Estados Unidos, Europa y Venezuela (Cuadro 10). Así mismo, involucran varios supuestos de precios internacionales de productos básicos, como petróleo, carbón, ferroníquel y café (Cuadro 11). En cuanto a los flujos financieros, es factible prever la cancelación de algunos proyectos de inversión en Colombia por parte de inversionistas internacionales, dadas las restricciones de acceso al mercado externo de capitales. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que en Colombia algunos proyectos grandes de inversión comenzaron a desarrollarse en años anteriores y, por tanto, tienen asegurada su financiación, por lo cual no se espera una corrección muy fuerte en los flujos de inversión directa hacia Colombia para 2009. De igual forma, el Gobierno ya consiguió los recursos externos que requiere para financiar el déficit fiscal de 2009 presentado en el plan financiero (US\$3.000 m),

Como resultado de todo lo anterior, para 2009 es factible esperar una caída importante en los ingresos en dólares por las exportaciones totales del país, la cual podría estar entre 20% y el 30% anual. Dicho descenso estaría liderado por las menores ventas de productos tradicionales, dados los escenarios de precios internacionales. Paralelamente se estaría registrando una caída en las compras de productos importados, acorde con la desaceleración prevista de la economía colombiana. Sin embargo, esta reducción no sería tan dramática como la de las exportaciones, lo cual contribuiría a ampliar el desbalance comercial del país. El descenso proyectado en las compras de bienes importados estaría en un rango entre 9% y 15% anual.

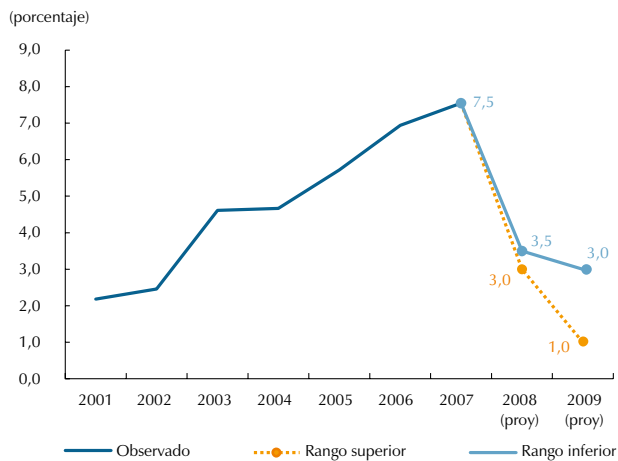
De otro lado, de acuerdo con los modelos utilizados para pronosticar los ingresos por remesas de trabajadores, se calcula que éstos se podrían reducir en un rango entre 6% y 10% anual dependiendo del tamaño de la desaceleración económica de los países desde donde ellas se originan (los Estados Unidos y España, principalmente).

Como resultado de todo lo anterior, los pronósticos del Banco de la República muestran una ampliación del desbalance en cuenta corriente del país para 2009, el cual podría fluctuar en un rango entre 3,7% y 4,3%, dependiendo principalmente de cuál sea el impacto de la recesión económica mundial sobre las exportaciones totales colombianas. Por el lado del financiamiento, esta ampliación del déficit tendría lugar en un contexto de mayor financiamiento público, menor inversión extranjera directa, aunque también menor inversión de colombianos en el exterior.

C. CRECIMIENTO INTERNO

El crecimiento de la economía colombiana en 2009 estaría determinado por dos factores, principalmente: i) la profundidad de la crisis económica externa y sus repercusiones sobre las variables internas, y ii) el papel de la política económica. Teniendo en cuenta estas variables, se ha revisado el rango de pronóstico presentado en el informe del trimestre anterior, reduciendo el techo del intervalo, pero manteniendo su piso. Así, en este informe se espera que la economía colombiana crezca entre 1,0% y 3,0% en 2009, frente a un rango entre 1,0% y 4,0% previsto en el informe de septiembre (Gráfico 65).

Gráfico 65
Pronósticos de crecimiento del PIB para 2008 y 2009



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

El piso y el techo del rango de pronóstico son consistentes con los escenarios externos y de balanza de pago que se describieron en las secciones precedentes. Además, se consideraron dos escenarios para el gasto e inversión públicos. El rango de pronósticos tuvo en cuenta los siguientes supuestos:

El piso y el techo del rango de pronóstico son consistentes con los escenarios externos y de balanza de pago que se describieron en las secciones precedentes. Además, se consideraron dos escenarios para el gasto e inversión públicos. El rango de pronósticos tuvo en cuenta los siguientes supuestos:

- *Para el techo:* un crecimiento en los Estados Unidos de -2,0% en 2009, con unos precios internacionales de materias primas que se mantendrían en niveles similares a los observados, en promedio, en los últimos dos meses (US\$48 para el petróleo WTI). Dado lo anterior, el déficit en cuenta corriente (DCC) estaría cerca a la parte inferior del rango proyectado para la balanza de pagos en la sección anterior. En materia fiscal se suponen unas obras civiles dinámicas, que crecen alrededor del 16%, y un consumo público que lo haría un poco más que en 2008 (alrededor del 3%) y que contemplaría los recortes al gasto anunciados por el Gobierno.
- *Para el piso:* una recesión más marcada en los Estados Unidos (crecimiento de -2,5% en 2009), con precios internacionales de materias primas más bajos que los observados en los últimos meses en promedio (US\$35 para el WTI). Lo anterior estaría asociado con un DCC cercano al techo del rango pronosticado para la balanza de pagos. Para obras civiles se supuso un crecimiento de 8% que implica recobrar los niveles de 2007. En cuanto al consumo público se contempla un crecimiento similar al esperado para 2008 (2%).

En ambos escenarios el crecimiento iría acompañado por una desaceleración del consumo y la inversión privados frente a 2008. Dentro de las razones para esperar un consumo más débil en 2009 se encuentran la caída prevista en las remesas y un deterioro en el mercado laboral como consecuencia de la menor demanda externa entre otras causas. No obstante, en este año también existen factores que pueden favorecer el consumo, tales como la ampliación de los subsidios (anunciada por el Gobierno) y la reducción de la inflación, esta última por el efecto positivo que tiene sobre el poder adquisitivo del ingreso familiar.

Con respecto a la inversión privada, en 2009 se prevé una desaceleración importante, afín con las menores perspectivas económicas y con una reducción de la inversión extranjera directa (IED). Sin embargo, se espera que la inversión pública compense en parte este menor dinamismo, debido al desatraso en las obras civiles y a la iniciación de otros proyectos en cabeza de los entes territoriales. Gracias a la inversión pública, el sector de la construcción podría mantener un dinamismo importante.

Para las exportaciones se prevé un buen comportamiento de las materias primas en términos reales, con crecimientos en carbón, petróleo, ferroníquel y café. La inversión realizada en los últimos años en varios de estos sectores ha ampliado la oferta disponible al exterior. El resto de las exportaciones enfrentaría una demanda externa muy débil, pero compensada, en parte, con un abaratamiento relativo de estos bienes. Los escenarios de crecimiento no contemplan las restricciones comerciales impuestas por Ecuador a las importaciones.

Para 2009 los riesgos principales al crecimiento siguen originándose en la coyuntura externa, tanto a través de los canales comerciales como de los financieros, contemplados en los escenarios de pronóstico. A pesar de eso, en este informe no se espera un contagio marcado de la crisis externa a la economía colombiana, en buena parte gracias a que el canal de crédito ha continuado y seguiría operando y a que el sistema financiero interno continuaría siendo solvente. Por otro lado, la política monetaria ya comenzó a relajar su postura, permitiendo una reducción en el costo del dinero, y ayudando así a suavizar el ciclo económico.

D. PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN

Hasta mediados de 2008 la política monetaria actuó con el propósito de moderar las presiones sobre precios y conducir la inflación hacia sus metas de largo plazo. Esto implicaba eliminar las presiones de demanda que se habían hecho presentes en años anteriores y garantizar un aterrizaje suave de la economía. Lo anterior desde el supuesto de que la crisis financiera se circunscribía a los Estados Unidos y en un contexto local de altas expectativas de inflación y de una inflación que desbordaba las metas.

Sin embargo, desde septiembre de 2008 la crisis internacional se agudizó y este evento empezó a tener repercusiones imprevistas sobre la demanda mundial. Además, en el transcurso del cuarto trimestre se hizo evidente que el deterioro iba a

ser mucho más marcado que lo anticipado hace unos meses y que podía afectar seriamente las perspectivas de crecimiento del país. Ante este nuevo escenario, a finales de año la JDBR inició una estrategia que busca el relajamiento de las condiciones monetarias mediante reducciones en las tasas de interés del Banco.

Las decisiones de la Junta han consultado los pronósticos de inflación de mediano y largo plazos que se presentan en este informe. De acuerdo con estos, hoy en día están dadas las condiciones para que la inflación se reduzca en Colombia en 2009 más rápidamente que lo previsto en informes anteriores. Las proyecciones también sugieren que esta tendencia podría extenderse hasta mediados de 2010 sin requerir, en principio, de una política monetaria restrictiva.

1. Pronósticos de corto plazo

En el corto plazo la dinámica de los precios internos estará afectada por las reducciones de precios internacionales observadas a finales de 2008. Así, en los dos primeros trimestres de 2009 deberá presentarse una importante desaceleración de la inflación al consumidor, la cual estaría liderada por menores ajustes en los precios de los alimentos y de los regulados frente a lo registrado en el mismo periodo de 2008. El IPC de no transables sin alimentos ni regulados también deberá contribuir a la caída de la inflación anual, aunque de manera marginal, mientras el IPC de no transables desempeñaría un papel neutral, siempre y cuando no se presente una depreciación abrupta del peso.

La caída de los precios internacionales del petróleo y los demás combustibles asegura la estabilidad del precio interno de la gasolina durante la primera mitad del año, en concordancia con las medidas tomadas por el Gobierno. Este comportamiento contribuiría a reducir la inflación anual de dos maneras: directamente vía el IPC de los combustibles, cuya variación anual sería de 4,8% en junio de 2009, frente a 11,9% de diciembre de 2008, e indirectamente a través de los menores ajustes que se deberían presentar en las tarifas del transporte público, comparados con los del año pasado, cuando los costos aumentaban aceleradamente.

La disminución en el precio de los combustibles también se trasladaría al IPC vía una reducción significativa del precio del gas domiciliario, algo que sucedería en la primera mitad del año. El Gobierno no ha fijado un piso a este precio, el cual tuvo reajustes importantes entre enero y octubre de 2008 (de 20,8% para el acumulado de diez meses), por lo que existe campo para disminuciones adicionales a las efectuadas en noviembre y diciembre del año pasado (por 13,4% acumulado en los dos meses).

Tanto la estabilidad del precio de los combustibles, como la disminución esperada del precio del gas y los ajustes menores en el transporte público apuntan hacia una desaceleración de la variación anual del IPC de regulados en los primeros seis meses de 2009. En este informe se espera que dicho descenso sea significativo y relativamente rápido entre enero y junio y que tal variación quede en niveles

similares a los de mediados de 2007. Estos pronósticos suponen ajustes de las tarifas de acueducto acordes con la meta anunciada por la JDBR para este año (entre 4,5% y 5,5%), pero incrementos mucho mayores en energía, en vista de los aumentos previstos en costos por una utilización más intensiva de las fuentes de energía térmica frente a la hidráulica, entre otras razones.

Otro canal de transmisión de los precios externos a la inflación en Colombia serían los precios de los alimentos: en primer lugar de los que presentan volúmenes de importación mayores como (cereales y aceites), pero también de muchos otros productos que pueden resultar beneficiados por la reducción de los costos de producción y de comercialización. Al respecto, para este informe se espera una moderación sustancial en las alzas de los precios de alimentos importados en los primeros cuatro o cinco meses del año, frente a igual período del año anterior, lo que contribuirá a reducir la inflación de esta canasta, obviamente siempre y cuando el tipo de cambio lo permita, como de hecho se supone en los pronósticos actuales.

Igualmente, las menores alzas, o incluso las rebajas en los precios de fertilizantes, alimentos concentrados para animales y otras materias primas para la agricultura, unidas a menores alzas en los costos de transporte, deberán atenuar los incrementos de los precios de una amplia gama de alimentos que se producen internamente. Además, en el caso de los alimentos perecederos, los altos precios de finales de 2008 y los fuertes ajustes que se observaron a comienzos de ese año aportan una base estadística alta y tenderían a estimular la oferta, todo lo cual contribuirá a reducir la variación anual de sus precios durante el primer semestre de 2009.

Aparte de alimentos y regulados no se esperan descensos significativos en los otros componentes del IPC, pero tampoco se anticipan aumentos. Para no transables sin alimentos ni regulados el lento crecimiento de la demanda que se pronostica para comienzos de año no alcanzaría a reflejarse en caídas importantes en la variación anual de precios durante el primer semestre por varias razones, entre las que se destacan las altas expectativas que aún priman entre los agentes y la indexación de varios precios (como el de servicios de educación). Debido a ello, la variación anual de no transables se mantendrá cercana al punto medio del rango meta.

Por su parte, el IPC de transables sin alimentos ni regulados comenzará a recibir las presiones bajistas que se presentarían en los precios internacionales de las manufacturas como consecuencia del estancamiento de la demanda mundial. Adicionalmente, la depreciación, otro de los determinantes de estos precios, sería limitada en 2009. De esta manera, los transables tampoco significarán una amenaza para el control de la inflación en la primera mitad del año, manteniéndose la variación anual de este rubro por debajo del rango meta, tal como ha acontecido en los últimos años.

Así las cosas, en estos próximos seis meses se espera un sensible descenso de la inflación total, aunque la inflación más estructural o básica tenderá a disminuir menos. La inflación total se mantendría por encima del rango meta en este primer tramo de 2009.

2. Tendencias de mediano y largo plazos

Como sucedió en muchos otros países, en Colombia buena parte del aumento de la inflación durante 2007 y 2008 estuvo relacionada con el alto dinamismo de la demanda mundial y con el fuerte encarecimiento que esto produjo en las materias primas, los combustibles y el transporte. En la medida en que estos choques exógenos cedan, como en efecto empezó a suceder en la última parte del año pasado, cabe esperar que la inflación en Colombia disminuya en el largo plazo y que retorne a niveles más cercanos a las metas establecidas por la autoridad monetaria.

De esta manera, para la segunda mitad de 2009 y durante 2010 la inflación en Colombia seguirá determinada por el estancamiento de la demanda mundial y por el efecto que esto ha tenido y seguirá tendiendo sobre el crecimiento interno, y los precios de las materias primas y los productos manufacturados.

Como se explicó en la sección anterior, para este informe se redujo el pronóstico de crecimiento del PIB en Colombia durante 2009 frente a lo previsto en el informe anterior, situándolo muy por debajo de lo que se considera como el crecimiento sostenible de la economía en el largo plazo (entre 4,5% y 5,5%). La debilidad de la demanda probablemente se traducirá en una ampliación de los excesos de capacidad instalada, algo que ya se venía observando desde mediados de 2008. En términos de brecha del producto esto implicaría un nivel negativo para 2009 (es decir, un PIB proyectado por debajo del potencial), algo que no se presentaba desde 2005, cuando la economía terminaba de recuperarse de la recesión de finales del siglo pasado.

Hacia 2010 es probable que la economía siga presentando algunos excesos de capacidad productiva, aunque menores en la medida en que la economía mundial empiece a recuperarse y en tanto se sientan los efectos de una política monetaria más holgada, adelantada por la JDBR. Conviene tener en cuenta que los cambios de postura en la política monetaria tienden a repercutir plenamente en el crecimiento con un rezago de tres trimestres aproximadamente.

Dado lo anterior, los indicadores de inflación más sensibles a la demanda, como el IPC de no transables sin alimentos ni regulados, deberán presentar una reducción importante en sus ajustes mensuales y en su variación anual hacia la segunda mitad de 2009 y durante parte de 2010. También otros índices, como el IPC de alimentos (en parte por la alta participación de comidas fuera del hogar) y el de transables, deberán reaccionar ante el menor dinamismo de la demanda.

Con respecto a los efectos de las caídas en los precios internacionales de alimentos, materias primas y de productos manufacturados, vale la pena advertir que en Colombia estos movimientos han tendido a transmitirse lentamente hacia los precios internos. Es por esto que en este informe se espera que dicho efecto no solo se dé en la primera mitad de este año sino que continúe durante el segundo semestre.

Así las cosas, el descenso de la inflación anual de alimentos se prolongaría más allá de junio y se consolidaría entre finales de 2009 y comienzos de 2010. Algo

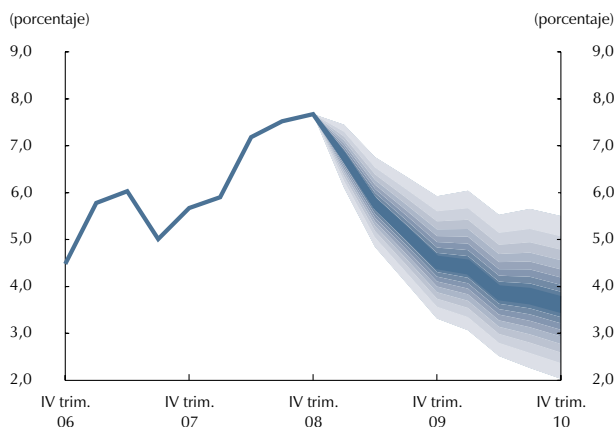
similar se espera para la inflación de transables sin alimentos ni regulados, en cuyo caso los menores precios externos de manufacturas ayudarían a compensar la depreciación promedio que se proyecta para el año y que haría que el peso frente al dólar se situara en niveles un poco superiores a los observados en el cuarto trimestre de 2008. Por su parte, la variación anual del IPC de regulados también descendería en la segunda mitad del año y en 2010 por las razones mencionadas anteriormente.

En general, los modelos del Banco indican que la inflación anual al consumidor continuará cayendo de forma significativa en el segundo semestre de 2009 y que esta tendencia se extenderá a 2010, aunque con menor intensidad. Un comportamiento similar se espera para la inflación sin alimentos. En ambos casos los resultados de diciembre de 2009 estarían cerca del piso del rango meta. Conviene señalar que los pronósticos que se presentan en este informe están un poco por debajo de los obtenidos para el informe de septiembre, tanto para la inflación total como para el IPC sin alimentos, y, como siempre, tienen en cuenta una tasa de interés que se ajusta para garantizar la convergencia de la inflación a la meta de largo plazo (entre 2% y 4%) y para permitir que el PIB retome su tasa de crecimiento sostenible.

3. Balance de riesgos

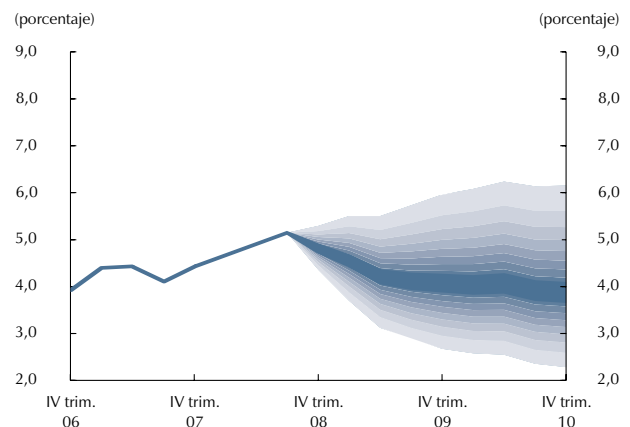
Como es usual, el balance de riesgos para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se condensa en los *fan chart* de los gráficos 66 y 67. El balance continúa siendo amplio, ya que se reconoce la incertidumbre sobre el crecimiento, tanto local como mundial, la gran volatilidad que exhiben los precios internacionales de alimentos y de las materias primas, y las fuertes fluctuaciones del tipo de cambio. En esta oportunidad los *fan chart* también tienen en cuenta la incertidumbre asociada con el cambio de canasta del IPC a partir de este año.

Gráfico 66
Balance de riesgos (*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 67
Balance de riesgos (*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.

En general, el análisis de riesgos indica que las probabilidades de cumplir el rango meta de 2009 son altas y mayores que las contempladas en el informe de septiembre. Ahora bien, el balance de riesgo se construyó a partir de una senda central de pronóstico que contempla una reducción sustancial de la inflación en los próximos dos años. En vista de ello, se considera que los riesgos predominantes son al alza; en otras palabras, los *fan chart* presentados le asignan una mayor probabilidad a que la inflación se sitúe por encima de esta senda central (la moda) que por debajo de ella. Aun así, en el largo plazo los riesgos al alza que pesan sobre la inflación en Colombia han disminuido frente al informe anterior.

Los riesgos al alza sobre la inflación total y la de sin alimentos serían:

- *La volatilidad del tipo de cambio y su tendencia devaluacionista.* En los últimos meses el tipo de cambio ha exhibido una alta volatilidad y presentado una tendencia a la devaluación, lo que podría transmitirse a la inflación en los próximos meses. Este riesgo, sin embargo, estaría parcialmente compensado por las presiones deflacionistas de materias primas y bienes manufacturados.
- *La indexación de los precios en Colombia y las expectativas altas de inflación.* El registro reciente de incumplimiento de las metas, a pesar de las acciones de política, podrían estimular el uso de mecanismos de indexación más allá de lo observado en años anteriores. Este efecto podría verse reforzado por las expectativas, hoy en día más ancladas a la inflación del año pasado que a la meta anunciada por la Junta. El ajuste del salario mínimo a una tasa muy por encima de la meta de este año es un factor que juega en contra de la moderación de las expectativas y por ende de la inflación.
- *Los riesgos climáticos,* por la posible presencia de un fenómeno de “La Niña” en Colombia con exceso de lluvias, y por otro lado, las fuertes sequías que han empezado a presentarse en varios países productores de cereales. Estos fenómenos podrían frenar la reducción de precios internos y produciría aumentos en los precios externos, pese a la debilidad de la demanda global.

Por su parte, los principales riesgos a la baja serían:

- *Efectos directos de caídas adicionales en los precios de materias primas y manufacturas.* Con el debilitamiento actual de la demanda y con la ampliación de la capacidad productiva mundial en los últimos años, es posible que los excesos de oferta que hoy se presentan en estos sectores se mantengan o aumenten presionando aún más a la baja los precios internacionales. Las reducciones adicionales terminarían transfiriéndose a los precios en Colombia.
- *Reducción de los costos y los efectos de segunda ronda.* La economía mundial estuvo en los últimos años enfrentada a un incremento de segunda ronda considerable de los costos de producción (incluyendo salarios) relacionados

con los aumentos en los precios de materias primas y con el alto dinamismo de la demanda en general. Tales efectos comenzarían a revertirse en 2009, y esto es difícilmente capturado por los modelos del Banco.

- *La crisis mundial* puede tener consecuencias más pronunciadas sobre la economía colombiana que lo previsto en la senda central de pronóstico, lo que implicaría unas demandas externa e interna más débiles que redundarán en una reducción más fuerte de la inflación de no transables. Adicionalmente, en este informe no se tuvieron en cuenta las restricciones sobre el comercio que algunos países han anunciado y que podrían afectar las exportaciones colombianas.

Recuadro 3

LA TRANSMISIÓN DE CHOQUES INFLACIONARIOS HACIA LAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN*

Hernando Vargas
Andrés González
Eliana González
José Vicente Romero
Luis Eduardo Rojas

Durante 2007 y 2008 la economía colombiana enfrentó diversos choques que produjeron considerables incrementos en los precios de los alimentos y los regulados, los cuales presentaron diferencias tanto en persistencia como en origen y ocurrieron cuando las presiones de demanda todavía estaban presentes, haciendo más difícil la tarea de distinguir su procedencia.

Esta compleja situación llevó a plantear diversos interrogantes sobre la forma como los choques de oferta se transmiten hacia la inflación total, la inflación básica y a las expectativas de los agentes (Vargas *et al.*, 2009). En el presente recuadro se presentan algunos resultados de dicho documento, en los cuales se explora en qué medida las expectativas de inflación fueron afectadas por los choques de oferta.

La respuesta de las expectativas de inflación a los choques de “oferta”

Para evaluar la respuesta de las expectativas de inflación ante choques de “oferta”, fueron realizados dos ejercicios empíricos. En el primero se analizó el impacto de los choques de “oferta” sobre las desviaciones de las expectativas con respecto a la inflación. Tales choques de “oferta” fueron calculados como la diferencia entre la inflación total anual y varias medidas de inflación básica¹. Las expectativas de inflación se obtuvieron de encuestas mensuales aplicadas por el Banco de la República.

Para medir el impacto que un choque de oferta puede tener sobre las expectativas de inflación se usó la siguiente ecuación de regresión:

$$(\pi_{t+h}^e - \pi_{t+h}) = \alpha + \beta_j^h (\pi_t - \pi_t^{c_j}) + \sum_{k=1}^p \gamma (\pi_{t-k}^e - \pi_{t-k}) + \varepsilon_t \quad (1)$$

siendo π^e las expectativas de inflación, π la inflación total y π^{c_j} la inflación básica. El superíndice c_j indexa las distintas medidas de inflación básica. Debido a que los choques de oferta pueden tener efectos relativamente persistentes, se estimó la ecuación (1) para distintos valores de h . El parámetro β_j^h mide el efecto contemporáneo ($h = 0$) o futuro ($h > 0$) que un choque de oferta tiene sobre las expectativas de inflación. El valor de este parámetro puede estar asociado con la credibilidad del régimen de inflación. Por ejemplo, si β_j^0 es igual a -1, entonces un choque transitorio no afectaría a las expectativas, implicando un régimen monetario perfectamente creíble. Por otra parte, si β_j^0 es igual a 0, entonces los choques de oferta transitorios afectan las expectativas de inflación de la misma manera como afecta a la inflación total.

El Gráfico R3.1 presenta la sucesión de β_j^h para valores de h de cero a diez meses². En general se puede observar que las expectativas de inflación se encuentran parcialmente ancladas y que los choques de oferta no afectan uno a uno las expectativas de inflación. De hecho, en varios casos el impacto estimado es negativo (aunque mayor que -1), reflejando que choques temporales no son completamente transmitidos hacia las expectativas de inflación. Sin embargo, no existe evidencia de un régimen perfectamente creíble.

Un segundo ejercicio consistió en estimar las “sorpresas” inflacionarias sobre la dinámica de las expectativas recogidas en la encuesta trimestral del Banco de la República. El objetivo de este ejercicio es estimar el ajuste de las expectativas ante una sorpresa inflacionaria. De manera más precisa se estimó la ecuación:

$$A_{t|t+i} = \alpha_i S_{t-1}^i + \varepsilon_t$$

siendo $A_{t|t+i} = E_t \pi_{t+i} - E_{t-1} \pi_{t+i}$ y $S_{t-1}^i = \pi_t - E_{t-1} \pi_t$. Donde E_t es el operador de expectativas y π_t la inflación. De esta manera, $A_{t|t+i}$ representa el ajuste de las expectativas de inflación (a un horizonte fijo) y S_{t-1}^i es la *proxy* que representa las “sorpresas” inflacionarias. El coeficiente α_i recoge el impacto de las “sorpresas” sobre el ajuste de las expectativas.

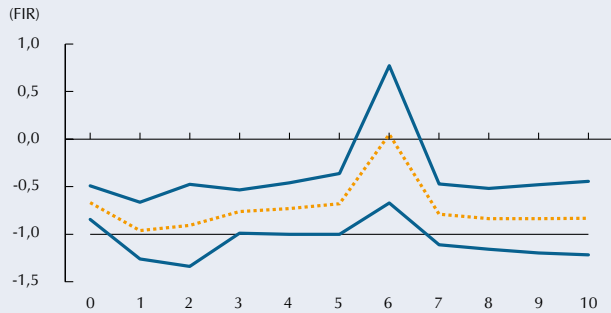
* Con base en una sección de Vargas, H., González, A., González, E., Romero, J. y Rojas, L. “Assesing Inflationary Pressures in Colombia” (mimeo), Banco de la República, 2009.

1 Dentro de las medidas de inflación básica se empleó la inflación excluyendo alimentos (x-alimentos); la inflación sin alimentos y regulados (x-alimentos-reg); inflación excluyendo alimentos no procesados, combustible y servicios públicos (x-“ruido”); inflación sin alimentos, energía, gas y combustibles (x-alimentos-ener); inflación excluyendo el 20% de los ítems más volátiles entre 1999 y 2008 (TMV20-9908).

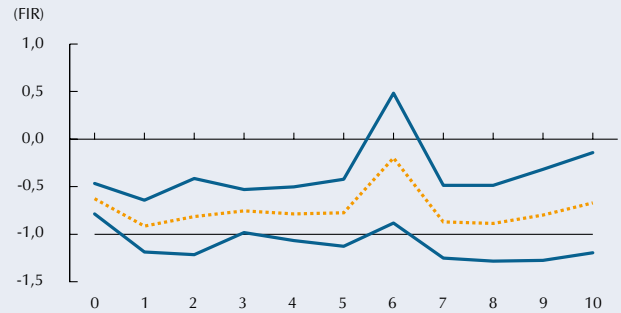
2 Resultados adicionales empleando diferentes indicadores de expectativas de inflación pueden verse en Vargas *et al.* (2009).

Gráfico R3.1
 Respuesta de las expectativas de inflación a choques de oferta
 (encuesta mensual de expectativas)

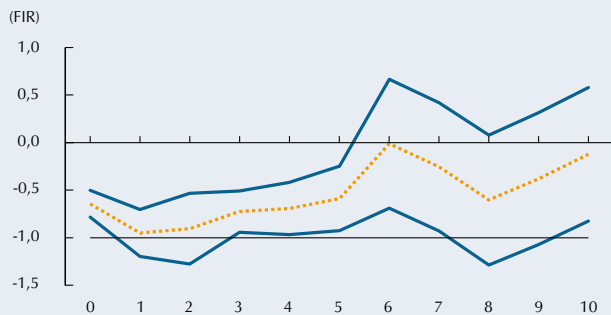
A. x - alimentos



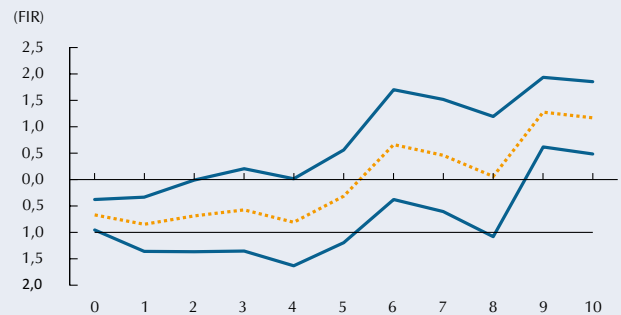
B. x - alimentos-ener



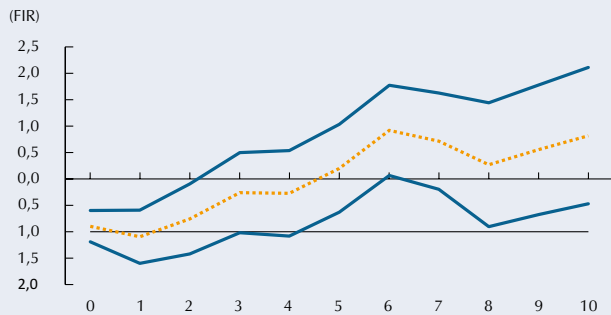
C. x - alimentos-reg



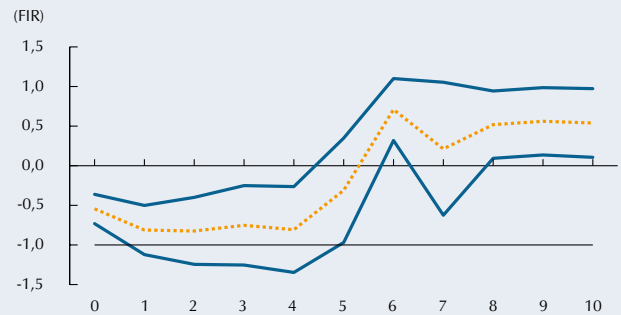
D. $TMV20$ - Opt



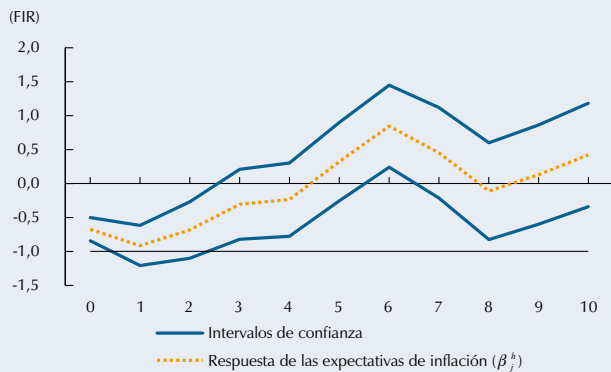
E. $TMV20$ - 9099



F. $TMV20$ - 9908



G. x - "ruido"



Fuente: Cálculos de los autores.

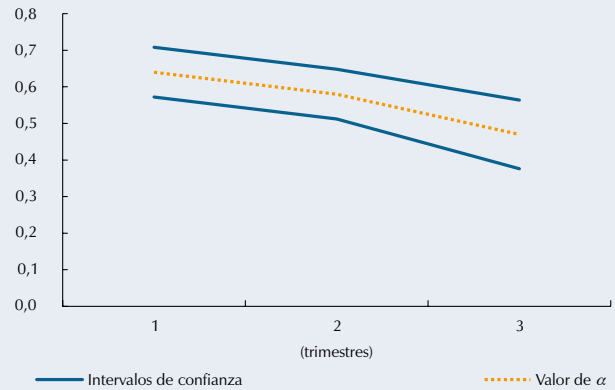
Si las expectativas no se encuentran ancladas, una sorpresa inflacionaria transitoria sería totalmente transmitida a las expectativas (α_i sería cercano a uno). Los resultados de la estimación se presentan en el Gráfico R3.2. Es claro que el impacto de las "sorpresas" inflacionarias en el ajuste de las expectativas es significativamente positivo, menor que uno y decreciente en el horizonte de expectativa. Esto puede ser interpretado como evidencia de una transmisión parcial y decreciente de las "sorpresas" inflacionarias hacia las expectativas de precios.

En resumen, los ejercicios presentados muestran que las expectativas de inflación se encuentran parcialmente ancladas

y que tanto la transmisión de choques de oferta como de “sorpresas” inflacionarias es incompleta³.

- 3 Hay algunos inconvenientes a las anteriores aproximaciones, dado que las ecuaciones estimadas son la forma reducida de un sistema que envuelve tanto choques de demanda como de oferta con diferentes grados de persistencia; por tanto, los estimadores pueden ser sesgados por varias razones. Una que es particularmente importante para el propósito del presente estudio es la situación en la cual la política monetaria no es completamente creíble, la inflación cae más rápido que la inflación esperada después de un choque de demanda permanente, pero la economía es también golpeada por varios choques de oferta. En este caso, se puede obtener un valor negativo de β el cual no implica un régimen de política monetaria creíble. Sin embargo, una inspección de los diagramas de dispersión indica que esta situación tiene una baja probabilidad, debido a que partes significativa, de los datos se ubican en un área que claramente sugiere presencia de credibilidad en la muestra.

Gráfico R3.2
Respuesta en el ajuste de las expectativas ante una “sorpresa” inflacionaria



Fuente: Cálculos de los autores.

ANEXO

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTRANJEROS

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

PROYECCIONES PARA 2009

En promedio, los analistas locales esperan un crecimiento económico de 2,9%, 30 pb inferior al registrado en el reporte presentado para el tercer trimestre del año 2008.

Cuadro A1
Proyecciones para 2009

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores	2,5	5,2	2.540	7,5	(1,8)	12,5
ANIF	2,3	5,5	n.d.	7,9	(3,5)	13,0
Banco de Bogotá	3,2	5,5	2.450	9,0	(1,2)	11,0
Banco Santander	2,5	5,5	2.460	8,4	(2,0)	13,0
Bancolombia-Suvalor	2,7	5,6	2.330	9,1	(3,3)	13,6
BBVA Colombia	3,0	4,5	2.442	8,2	n.d.	11,6
Corficolombiana-Corfivalle	3,4	5,6	2.479	8,1	n.d.	n.d.
Corredores Asociados	4,0	5,2	2.380	8,0	(1,5)	12,8
Correval	3,2	5,6	2.409	9,0	(1,9)	11,5
Fedesarrollo	2,5	5,2	2.500	n.d.	(2,0)	13,0
Promedio	2,9	5,3	2.443	8,3	(2,2)	12,4
Analistas externos						
Citi Bank	2,5	5,0	2.400	8,3	(2,0)	13,8
Deutsche Bank	2,0	4,9	2.350	n.d.	n.d.	12,0
Goldman Sachs	2,0	5,1	2.550	n.d.	(1,9)	n.d.
JP Morgan	2,5	5,5	2.500	8,5	(3,0)	n.d.
Promedio	2,3	5,1	2.450	8,4	(2,3)	12,9

n.d. no disponible.

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

Por su parte, las entidades extranjeras consultadas esperan un crecimiento promedio del PIB de 2,3%.

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales prevén un incremento de 5,3% en los precios al finalizar el año, mientras que los extranjeros esperan 5,1% en promedio. Este valor se encuentra dentro del rango meta fijado por la JDBR para 2009 (entre 4,5% y 5,5%).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la TRM finalice el año en un valor promedio de \$2.443, frente a \$2.336 esperado en la encuesta realizada en septiembre de 2008. Por su parte, los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a \$2.450 para el cierre de año.

Para la DTF tanto los analistas locales como los extranjeros proyectan caídas a niveles muy similares: 8,3% y 8,4%, respectivamente. Adicionalmente, los analistas consultados esperan un aumento en la tasa de desempleo, la cual se ubicaría en 12,4% para los locales y en 12,9% según los externos.