



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Junio de 2008

Banco de la República
Bogotá, D. C., Colombia

ISSN - 1657 - 7973

LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

OBJETIVOS

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

HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

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

PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

Las decisiones de política monetaria se toman con base en el análisis del estado actual y de las perspectivas de la economía, y en la evaluación del pronóstico de inflación frente a las metas. Si la evaluación sugiere, con suficiente grado de confianza, que bajo las condiciones vigentes de la política monetaria la inflación se desviará de la meta en el horizonte de tiempo en el cual opera esta política, y que dicha desviación no se debe a choques transitorios, la JDBR procederá a modificar la postura de su política, principalmente mediante cambios en las tasas de interés de intervención (tasas de interés de las operaciones de liquidez de corto plazo del Banco de la República).

COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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

CONTENIDO

Evaluación de la situación inflacionaria y decisiones de política	9
I. Desarrollos recientes de la inflación	15
A. Inflación básica	16
B. Inflación de alimentos	18
C. Factores que determinan la inflación	19
Recuadro 1: ¿Qué tan grandes son las revisiones de las series macroeconómicas en Colombia?	31
II. Mercados financieros	34
A. Contexto internacional	34
B. Variables financieras internas	38
III. Perspectivas macroeconómicas	44
A. Contexto internacional	44
B. Balanza de pagos	49
C. Crecimiento interno	50
D. Perspectivas de la inflación	53
Recuadro 2: Efecto sobre la economía de un aumento en los precios de las materias primas importadas	59
Recuadro 3: El efecto de las tasas de interés sobre la inflación	61
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	65

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Inflación anual al consumidor	16
Gráfico 2	Indicadores de inflación básica anual	16
Gráfico 3	Inflación anual de regulados y por componentes	16
Gráfico 4	Inflación anual de transables y no transables sin alimentos ni regulados	17
Gráfico 5	Inflación anual de no transables: arriendos y resto	18
Gráfico 6	Inflación anual de alimentos	18
Gráfico 7	Inflación anual de alimentos: perecederos y procesados sin alimentos ni regulados	18
Gráfico 8	Índice del precio relativo de los alimentos	19
Gráfico 9	Crecimiento real anual del PIB	19
Gráfico 10	Crecimiento anual del PIB de transables y no transables	21
Gráfico 11	Creación de empleo	25
Gráfico 12	Tasa de desempleo (jefes de hogar), abril-mayo-junio	25
Gráfico 13	Empleo en la industria y el comercio	25
Gráfico 14	Índices de salarios sectoriales nominales	26
Gráfico 15	Índice de salarios nominales: construcción pesada y vivienda	26
Gráfico 16	IPP total y por procedencia	27
Gráfico 17	IPP por ramas	27
Gráfico 18	Índice de costos a partir de la MCS	28
Gráfico 19	Capacidad instalada frente a la demanda esperada	29
Gráfico 20	Crecimiento del PIB observado y del PIB potencial	29
Gráfico 21	Brecha del producto	29
Gráfico 22	Expectativas de inflación a diciembre	30
Gráfico 23	Inflación observada y expectativas de inflación	30
Gráfico 24	<i>Breakeven inflation</i> a 1, 5 y 10 años (promedio mensual) ^{al}	30
Gráfico 25	Crecimiento del PIB real mundial e inflación en economías desarrolladas	34
Gráfico 26	Índices accionarios en países desarrollados	35
Gráfico 27	Tasas de los bonos a dos años de países desarrollados	35
Gráfico 28	Mercado interbancario, tasas <i>libor</i> frente <i>T-bill</i> a tres meses	36
Gráfico 29	Grupos industriales en los Estados Unidos	36
Gráfico 30	Prima de riesgo para América Latina	37
Gráfico 31	Mercado accionario en América Latina	37
Gráfico 32	Tasa de cambio en América Latina frente al dólar	38
Gráfico 33	Agregados monetarios y depósitos	39
Gráfico 34	Total de los depósitos y sus principales componentes	40
Gráfico 35	Cartera bruta con <i>leasing</i> en moneda legal	41
Gráfico 36	Cartera de consumo y microcrédito sobre PIB	41
Gráfico 37	Cartera real de consumo y microcrédito per cápita según ocupados	42
Gráfico 38	Tasa de interés de subasta de expansión del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB), 2006-2008	42
Gráfico 39	CDT, DTF y ahorro	42
Gráfico 40	Tasa de interés de la cartera para los hogares	43

Gráfico 41	Tasa de interés de la cartera comercial	43
Gráfico 42	DTF real	43
Gráfico 43	Tasas de interés pasivas y tasa de interés	43
Gráfico 44	Permisos de iniciación y construcción de vivienda en los Estados Unidos	45
Gráfico 45	Índice real del precio de la vivienda (S&P)	45
Gráfico 46	<i>Foreclosures</i> -embargos	45
Gráfico 47	Índice de sentimiento del consumidor-Michigan	45
Gráfico 48	Inflación anual al consumidor en los Estados Unidos	47
Gráfico 49	Índice de precios del total de commodities, sin petróleo (WCF)	47
Gráfico 50	Precio del petróleo (WTI) Bolsa de Nueva York	47
Gráfico 51	Muestra mensual de manufactura-datos promedio del trimestre	51
Gráfico 52	Muestra de comercio al por menor-datos promedio del trimestre	51
Gráfico 53	Consumo de los hogares y encuesta de consumo de Fedesarrollo	51
Gráfico 54	Pronósticos de crecimiento del PIB para 2008	53
Gráfico 55	<i>Fan chart</i> de la inflación total	57
Gráfico 56	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	57

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Descomposición de la inflación según presiones alcistas a junio de 2008	17
Cuadro 2	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	20
Cuadro 3	Crecimiento real anual del PIB sectorial	21
Cuadro 4	Estimación de choques de oferta en el crecimiento del primer trimestre de 2008	22
Cuadro 5	Indicadores del mercado laboral	24
Cuadro 6	Indicadores de seguridad social en el total nacional	26
Cuadro 7	Descomposición de la aceleración trimestral del IPP industrial según procedencia y destino	28
Cuadro 8	Modificación del encaje	40
Cuadro 9	Cartera bruta total con <i>leasing</i>	40
Cuadro 10	Cartera en moneda nacional por destino	41
Cuadro 11	Evolución de los pronósticos de crecimiento real de nuestros socios comerciales	46
Cuadro 12	Precios internacionales	49
Cuadro 13	Variación anual del PIB por tipo de gasto	53

EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA

En junio de 2008 la inflación anual al consumidor aumentó de nuevo y se situó en 7,18%, 125 puntos básicos (pb) por encima de la observada un trimestre atrás, y 268 pb mayor que el límite superior del rango meta de inflación para el presente año (entre 3,5% y 4,5%). Como en meses anteriores, la aceleración de la inflación en el segundo trimestre se debió principalmente al comportamiento de los alimentos (11,98% en junio), registro que explicó el 89% de la inflación total.

La inflación anual sin alimentos (4,90%), que aumentó 23 pb durante el segundo trimestre, contribuyó con el restante 11% de la aceleración del índice de precios al consumidor (IPC) total. La dinámica de este grupo se explicó principalmente por el incremento de los precios de los bienes y servicios regulados, que pasaron de crecer anualmente 7,7% en marzo a 8,8% en junio. En menor medida, los precios de los no transables también contribuyeron a la aceleración de la inflación de esta clasificación, al aumentar 18 pb en el segundo trimestre y culminar junio con una variación a doce meses de 5,3%. Por su parte, en el mismo período, a pesar de la revaluación del peso, la variación anual de los precios de bienes transables sin alimentos ni regulados solo descendió 18 pb, y se situó en 2,2%.

En los últimos seis meses los tres indicadores de inflación básica, publicados tradicionalmente por el Banco, se incrementaron de manera lenta pero continua y, en junio, su promedio se ubicó en 5,05% (37 pb superiores a lo reportado un trimestre atrás). Un cuarto indicador, la inflación sin alimentos ni regulados, se mantuvo estable en un nivel ligeramente inferior al 4%.

Los anteriores registros, unidos a una inflación anual en lo corrido del primer semestre (que se situó en 6,0%), contribuyeron para que la totalidad de los encuestados trimestralmente por el Emisor no crean en el cumplimiento de la meta de inflación de 2008. Adicionalmente, las diferentes medidas de expectativas de inflación a un año siguen al alza, al ubicarse por encima de 5,5% hacia mediados de julio. En los últimos tres meses las expectativas de inflación a cinco y diez años resultantes de los papeles de deuda pública han aumentado, desde valores de 4,7% y 4,4%, respectivamente, a 6,3% y 6,1%, en el mismo orden.

En cuanto a los costos de producción de las empresas, éstos se han incrementado. A junio la inflación del productor medida, por el índice de precios al productor (IPP) total, continuó acelerándose, y se ubicó en 8,0%. Los resultados del último trimestre reflejan un elevado aumento en los precios de las materias primas tanto nacionales como importadas en el sector industrial. En particular, en junio la inflación de importados salió del terreno negativo en el que se encontraba desde hace un año, mientras que el IPP de producidos y consumidos sigue creciendo a altas tasas (9,6%). Con respecto a los salarios, los indicadores disponibles no muestran una tendencia homogénea por sectores. Mientras que a junio los salarios promedio de la construcción se aceleraban, registrando reajustes elevados, los crecimientos anuales de los salarios de la industria y del comercio se mantienen estables alrededor de tasas de 5,3% y 7,5%, respectivamente.

Por su parte, las tasas promedio nominales de interés de captación y colocación aumentaron levemente en junio, y se situaron, en su orden, en 9,7% (DTF) y 17,1% (metodología Banco de la República). Pese a lo anterior, estos niveles son similares a los registrados en abril pasado. En términos reales, la tasa promedio de crédito ha tenido un comportamiento decreciente desde octubre de 2007, interrumpido únicamente en abril del presente año, y cuyo actual nivel se encuentra por debajo del promedio histórico calculado desde 1986. Esta última tendencia se explica, principalmente, por el descenso en la tasa real de créditos ordinarios y, en menor medida, por una tasa de interés real de consumo más baja.

En cuanto al crecimiento económico, las cifras del aumento anual del producto interno bruto (PIB) del primer trimestre del presente año (4,1%) mostraron una desaceleración algo mayor que la esperada. Esta menor dinámica fue el resultado de diversos factores, tanto de oferta como de demanda, no todos ellos fáciles de cuantificar, y no necesariamente generados por el cambio en la postura de la política monetaria. Dentro de las principales causas que explican el anterior resultado, junto con otras por las cuales se puede esperar una desaceleración en 2008, se encuentran las siguientes:

- *Una base de comparación elevada y posiblemente no sostenible en el largo plazo.* En efecto, en los últimos tres años la economía colombiana experimentó un crecimiento económico promedio de 7%, cifra que no se registraba desde 1944 a 1946. En particular, un incremento del PIB como el presentado en 2007 (8,2%), sólo es comparable con los observados en 1978 (8,2%) y 1949 (8,7%). Cuando han aparecido estas tasas de crecimiento, es altamente probable que el año venidero el aumento del PIB sea inferior a su promedio histórico.
- *Choques de oferta.* En primer lugar, los mayores días festivos del primer trimestre de 2008 generaron menores crecimientos en sectores como el transporte, la industria y el sector exportador. Otro factor fue la huelga laboral en Cerromatoso, empresa que no operó en todo el mes de marzo. Por último, como ha sido costumbre en Colombia, cuando hay nuevas administraciones locales la ejecución de las obras civiles públicas se atrasa, debido al tiempo que requieren los alcaldes y gobernadores para planificar sus proyectos de infraestructura. Lo anterior, unido a una base de comparación elevada dada en el primer trimestre de 2007, contribuyó para que se observara una caída en las obras civiles de 25%.

Al excluir este último grupo del PIB, el crecimiento anual del primer trimestre de 2008 es de 5,1%.

- *El fuerte aumento en los precios de los alimentos y los combustibles.* Este hecho, que afecta el ingreso disponible de los hogares, genera una disminución en el gasto destinado a la compra de otros bienes y servicios y, por consiguiente, se produce una moderación del consumo total. Por otra parte, el incremento en las materias primas nacionales e importadas, de origen agrícola, petroleras y otras de procedencia minera, disminuye el margen de utilidad de las empresas, desincentiva la inversión y, por consiguiente, puede terminar generando aumentos presentes y futuros de los precios y un menor crecimiento económico.
- *Niveles elevados de consumo y una posible reducción en la oferta de crédito.* En efecto, la deuda de los hogares (consumo más vivienda como porcentaje del PIB), que presenta niveles elevados similares a los registrados en 1997, en esta ocasión se concentró en consumo. Así, si la cartera destinada a este último fin se sigue deteriorando, se puede presentar una disminución en la oferta de crédito, lo cual afectaría el ritmo de gasto de los hogares.
- Una menor demanda mundial, mayores tasas de interés internacionales y una apreciación del peso hacen preveer una disminución en el ritmo de crecimiento de las ventas al exterior. Las nuevas cifras para los Estados Unidos sugieren una desaceleración de su economía no tan profunda (pero más duradera) así como expectativas de inflación crecientes, por lo cual se espera que la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) se incremente al menos una vez hacia el segundo semestre. En la zona del euro también se proyecta un menor crecimiento, acompañado por presiones inflacionarias, a las cuales el Banco Central Europeo reaccionó con un incremento de sus tasas de interés. En cuanto a las economías emergentes, Venezuela, que es importante socio comercial de nuestro país, en el presente año ha experimentado una fuerte desaceleración en su crecimiento económico, junto con aumentos considerables en su inflación. Por su parte, dado el repunte del IPC y presiones inflacionarias en países como China, Chile, Perú, Brasil, México y Turquía, sus bancos centrales elevaron sus tasas de interés.
- Por último, cabe esperar que el ajuste de la política monetaria iniciado en abril de 2006 contribuya a moderar el ritmo de aumento de la demanda, canal necesario para reducir las presiones inflacionarias y lograr alcanzar un crecimiento sostenible de largo plazo.

Según lo anterior, con información a junio el panorama macroeconómico se puede describir como sigue:

- Un crecimiento económico en el primer semestre del presente año que probablemente estará alrededor de la mitad del registrado en todo 2007. Esta desaceleración, mayor que la proyectada, se dio desde un nivel más elevado. De hecho, el crecimiento acumulado en los últimos tres años fue el registro más alto de los anteriores sesenta años.
- Una inflación elevada, que a la fecha supera las metas del presente año y que sigue influyendo sobre las expectativas del crecimiento de los precios para los agentes tanto en el corto como en el mediano plazos. Esto, sumado a un nivel nulo de credibilidad en la meta de inflación del presente año.

- Pronósticos de inflación de alimentos y regulados superiores a los estimados un trimestre atrás, hechos que pueden terminar contagiando los demás grupos de la canasta del IPC. De igual forma, unos indicadores de inflación básica que no han cedido en su incremento anual.
- Una mayor apreciación de la tasa de cambio, que podría implicar menores crecimientos de precios en los bienes transables. No obstante, en lo que va corrido de 2008 la apreciación no ha sido suficiente para compensar los incrementos en los precios internacionales de materias primas, tal como lo refleja el IPP.
- Tasas de interés reales activas y pasivas que descendieron y que se situaron por debajo de sus promedios históricos.
- Un contexto internacional más deteriorado con respecto al trimestre pasado, acompañado por términos de intercambio favorables y una tasa de interés mundial que se espera más alta a futuro.

En conclusión, las menores perspectivas de crecimiento para este año en Colombia y el mundo sugerirían que las tasas de interés de intervención no deberían modificarse. Sin embargo, el incremento en la inflación, las perspectivas de inflación para el próximo año y la importancia de anclar las expectativas a una senda de inflación en descenso indicaban que la tasa de interés de intervención debería ser incrementada. Una inflación baja y estable contribuye a maximizar el crecimiento de la economía en el largo plazo.

Con el anterior panorama, la Junta tomó dos decisiones de política monetaria:

- Con el objeto de reducir la vulnerabilidad de la economía ante choques externos, en la reunión de junio se determinó que a partir del día 20 del mismo mes se acumularían reservas internacionales por un monto diario de US\$20 m, a través de subastas de compra directa. Para compensar los efectos directos de esta intervención, entre otras medidas, la Junta modificó el régimen de encaje bancario, eliminando el marginal y aumentando el ordinario.
- En la reunión del 25 de julio de 2008 la Junta decidió incrementar su tasa de intervención de 9,75% a 10%, con el fin de anclar las expectativas de inflación con las metas de largo plazo y, en especial, ante el riesgo de los efectos colaterales de los precios internacionales de los alimentos y de los combustibles. Esta medida de política monetaria busca evitar que a futuro sea necesario tomar acciones más fuertes ante aumentos de precios y salarios por fuera de las metas establecidas por la autoridad monetaria.

La Junta seguirá haciendo un cuidadoso monitoreo de la situación internacional, del comportamiento y proyecciones de la inflación y del crecimiento y reitera que la política monetaria futura dependerá de la nueva información 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. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

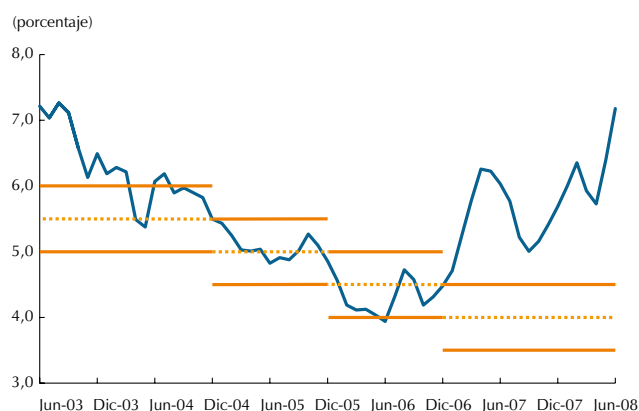
El repunte de la inflación anual en el segundo semestre fue mayor al esperado por el mercado y por el informe anterior. Las principales presiones provinieron de las alzas en los precios de los alimentos y de los combustibles y por la indexación de otros regulados.

Las empresas enfrentaron aumentos de costos en el segundo trimestre de acuerdo con el comportamiento de los precios al productor.

El crecimiento anual del PIB durante el primer trimestre del año fue menor que lo esperado. La mayor desaceleración se produjo, en parte, por choques exógenos de oferta.

Los excesos en la utilización de la capacidad productiva de la economía disminuyeron durante el primer y segundo trimestres.

Gráfico 1
Inflación anual al consumidor

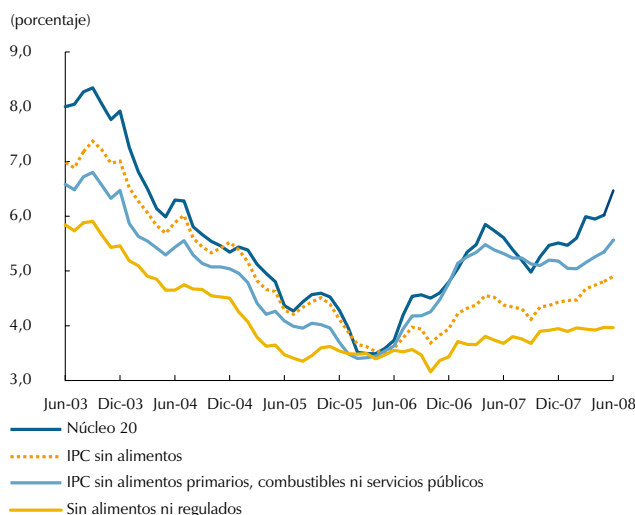


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En el primer semestre de 2008 se presentó un incremento significativo de la inflación al consumidor. Esta pasó de 5,7% en diciembre de 2007 a 7,2% en junio de 2008, cifra superior a la esperada por el Banco y, en general, por el mercado. La aceleración durante el segundo trimestre fue particularmente fuerte y, tal como en trimestres anteriores, obedeció al comportamiento de los alimentos, tanto perecederos como procesados, y al de los combustibles. Para el caso de la inflación sin alimentos también se observó una aceleración, pero menos pronunciada, puesto que pasó de 4,4% a 4,9% durante el mismo período (gráficos 1 y 2).

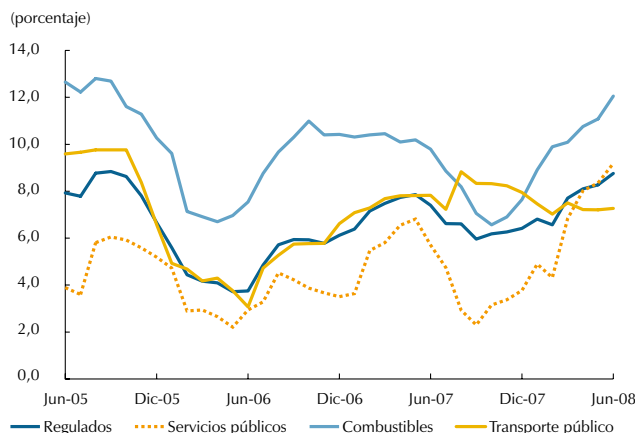
La tendencia alcista de la inflación en Colombia también se ha registrado en buen número de países desarrollados y emergentes, en donde, de la misma

Gráfico 2
Indicadores de inflación básica anual



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3
Inflación anual de regulados y por componentes



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

manera, las presiones se han concentrado en alimentos y combustibles (véase p. 48). Como se ha explicado en informes anteriores, el aumento de los precios de los alimentos en el mundo está estrechamente vinculado a las fuertes alzas en los precios del petróleo. Ello ha determinado un incremento en los costos de producción y comercialización agrícolas. También algunos productos básicos se están utilizando para producir bio-combustibles. Adicionalmente, los precios de los alimentos han estado afectados por el auge en la demanda que proviene de economías emergentes como China e India, en donde ha aumentado su consumo gracias a la mejora en el ingreso durante estos últimos años. En cuanto a Colombia, las alzas del segundo trimestre también fueron el resultado de factores locales asociados con el ciclo de producción agropecuaria y con problemas climáticos.

En la mayoría de países que operan bajo un esquema de política monetaria similar al nuestro, los recientes incrementos de la inflación al consumidor han aumentado sustancialmente el riesgo de incumplimiento de las metas de inflación para el presente año.

A. INFLACIÓN BÁSICA

En lo corrido del año a junio todos los indicadores de inflación básica calculados por el Banco se incrementaron. El promedio de los tres indicadores regularmente monitoreados fue de 5,6% en junio, situándose por encima del techo del rango meta para 2008 y aumentando en 60 puntos básicos (pb) con respecto a diciembre de 2007 y 40 pb frente al dato de marzo de este año. En el caso del índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos, el

incremento estuvo concentrado en los regulados, los cuales representan cerca del 9% de la canasta total. Un cuarto indicador, que excluye los alimentos y los regulados, ha mostrado un comportamiento más estable y a junio se ubica en 4,0%, frente a 3,9% en marzo. A junio, el promedio es de 5,2%, frente a 4,9% en marzo y a 4,8% en diciembre de 2007 (Gráfico 2).

Desde 2007 los precios de los regulados han sido golpeados por el incremento del precio internacional del petróleo, lo cual ha sido compensado solo parcialmente por la apreciación del peso. Dentro de regulados, los mayores ajustes se han presentado en combustibles, cuyos precios muestran una variación anual de 12,1% a junio. Las alzas en combustibles han afectado las tarifas de transporte público y las de servicios públicos (como gas domiciliario y energía) (Gráfico 3 y Cuadro 1).

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

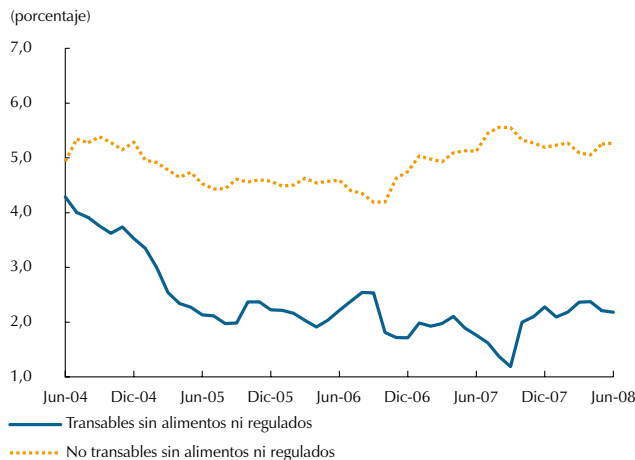
Descripción	Ponderación	Crecimiento anual				Participación en la aceleración	
		Dic-07	Mar-08	May-08	Jun-08	en el mes	año corrido
Inflación							
Total	100,00	5,69	5,93	6,39	7,18	100,00	100,00
Sin alimentos	70,49	4,43	4,67	4,81	4,90	8,37	18,12
Transables	24,67	2,28	2,36	2,21	2,18	(0,84)	(2,50)
No transables	36,77	5,19	5,09	5,25	5,27	0,97	0,47
Regulados	9,04	6,42	7,71	8,27	8,76	8,25	20,15
Alimentos	29,51	8,51	8,61	9,73	11,98	91,63	81,88
Hortalizas, frutas, tubérculos y leche	7,15	6,66	6,59	15,45	22,22	74,33	95,91
Cereales, aceites y otros	5,35	9,12	11,13	13,25	15,71	19,20	26,49
Comidas fuera del hogar y otros	9,52	7,65	6,77	6,93	7,01	1,12	(3,59)
Carne de res y sustitutos	7,48	11,12	11,36	3,95	3,65	(3,01)	(36,93)

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Los servicios públicos también muestran ajustes importantes, que están relacionados con aumentos en otros costos y con la indexación de las tarifas. Éstas, debido a la regulación, están atadas, en parte, al comportamiento del índice de precios al productor (IPP), el cual, como se muestra más adelante, registra incrementos considerables entre enero y junio. Por otro lado, la aceleración reciente de la inflación total llevó a que se autorizaran varios incrementos en las tarifas de estos servicios durante la primera mitad del año. Finalmente, el subgrupo de las tarifas de transporte público siguieron ajustándose por encima de la meta de inflación (Gráfico 3).

Por su parte, la inflación de no transables sin alimentos ni regulados registró un leve incremento, situándose en 5,3% (frente a 5,1% en marzo). Si bien este indicador ha permanecido relativamente estable a lo largo del año, su nivel es alto en relación con el rango meta del Banco de la República (Gráfico 4 y Cuadro 1).

Gráfico 4
Inflación anual de transables y no transables sin alimentos ni regulados

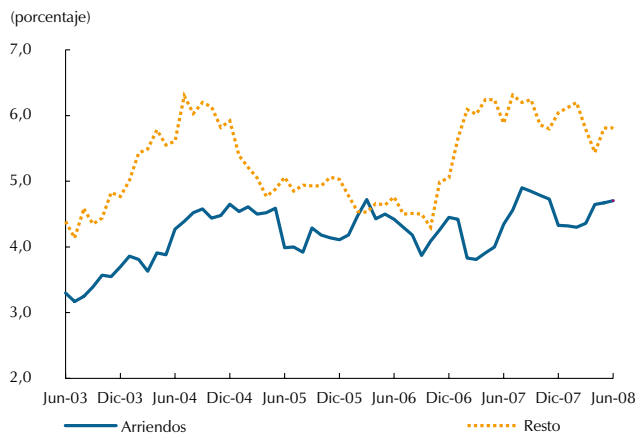


Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Al interior de esta subcanasta los arriendos exhiben ajustes crecientes desde el cuarto trimestre de 2007, con una tasa anual de 4,7% en junio, frente a 4,4% en marzo. Dicha tendencia ha sido compensada por los precios del resto de componentes, cuya inflación anual en conjunto se redujo en el último trimestre, alcanzando una cifra de 5,8%, en junio frente a 6,0% de marzo (Gráfico 5).

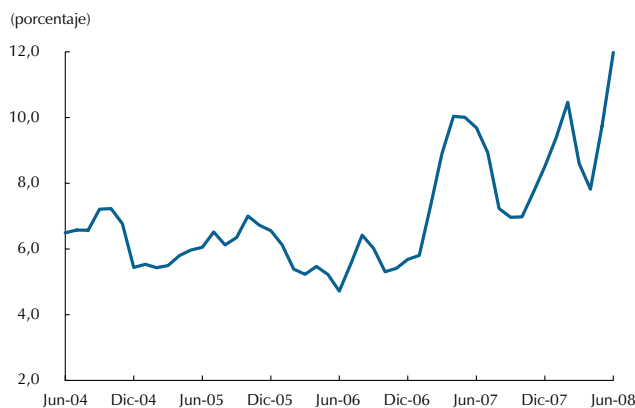
A diferencia de lo ocurrido con la inflación de las subcanastas anteriores, la de transables sin alimentos ni regulados se mantuvo por debajo del rango meta para 2008 y registró una leve reducción en junio (2,2%), frente a

Gráfico 5
Inflación anual de no transables: arriendos y resto



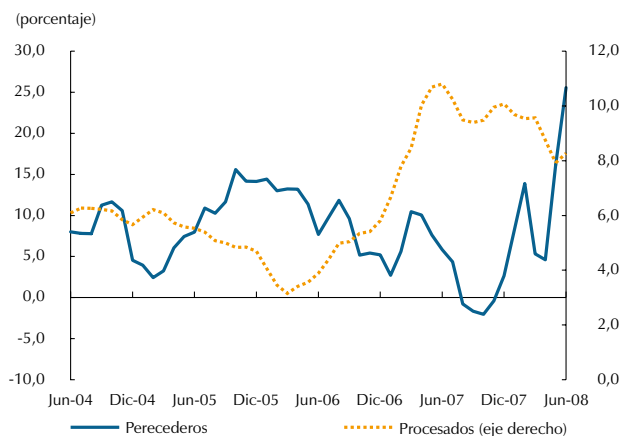
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 6
Inflación anual de alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 7
Inflación anual de alimentos: perecederos y procesados sin alimentos ni regulados



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

marzo (2,4%) (Gráfico 4). Aún así, la transmisión del tipo de cambio hacia los precios internos al consumidor ha sido menor en este año, que en oportunidades anteriores, sobre todo, teniendo en cuenta la magnitud de la apreciación acumulada desde comienzos de año. En parte, ello parece obedecer a que las presiones de los precios de las materias primas han compensado la apreciación del peso. Adicionalmente, los precios de algunos bienes finales importados han dejado de caer, como sucedía hasta hace algunos trimestres, e incluso han aumentado.

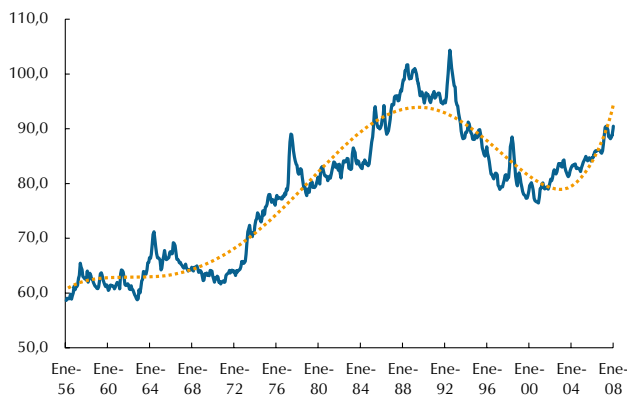
B. INFLACIÓN DE ALIMENTOS

Durante 2007 y en lo corrido de 2008 los alimentos han desempeñado un papel protagónico en el comportamiento general del IPC, debido a que sus ajustes han estado por encima de las metas de inflación fijadas por el Banco. El nivel actual (12%) es muy superior al observado en marzo (8,6%), siendo el registro más elevado para esta canasta desde febrero de 1999 (Gráfico 6).

Por tipo de productos, la aceleración en el último trimestre estuvo explicada principalmente por los perecederos, en especial la papa, aunque en junio también se presentaron alzas en hortalizas y frutas (Gráfico 7 y Cuadro 1). Con respecto a los alimentos procesados, también se observaron incrementos importantes, aunque de menor magnitud frente a los perecederos. Dentro de los procesados, el arroz ha sido un producto con tendencia fuertemente alcista en los últimos dos meses. Adicionalmente, los ajustes de precios de otros productos de su grupo han sido elevados, lo cual responde a las alzas en los precios internacionales de alimentos, tales como otros cereales, aceites y grasas (Gráfico 7 y Cuadro 1).

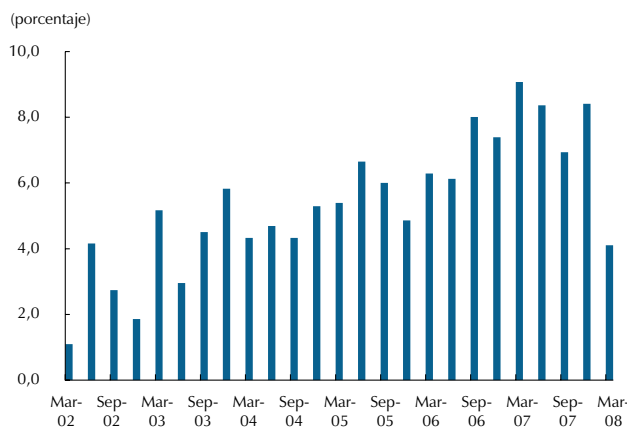
La gran excepción ha sido la leche, la carne de res y sus sustitutos, cuyos precios se han reajustado poco recientemente, en contraste con los grandes aumentos que se dieron en el mismo período del año pasado. Esta tendencia puede ser el resultado de un crecimiento en la oferta, gracias a un régimen de lluvias abundante, pero también a menores presiones de demanda, tanto interna como externa.

Gráfico 8
Índice del precio relativo de los alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 9
Crecimiento real anual del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Como se señaló, el comportamiento de los precios de los alimentos es un fenómeno mundial asociado con la fuerte demanda externa y con el aumento en los precios del petróleo. En Colombia esta situación se refleja en una tendencia ascendente del precio relativo de los alimentos atada a los costos crecientes, la cual se inició en 2002, pero cobró fuerza en el presente año (Gráfico 8). Los precios relativos de alimentos suelen exhibir oscilaciones en torno de tendencias muy duraderas, lo que anuncia disminuciones limitadas en los precios nominales para los próximos meses, y en general, presiones alcistas hacia el más largo plazo, en tanto no responda a la oferta agrícola. Algo similar ocurrió en la década de los setenta y ochenta cuando se observó el último gran ciclo alcista en el precio relativo de alimentos.

C. FACTORES QUE DETERMINAN LA INFLACIÓN

1. Demanda agregada

Durante el primer trimestre del año el producto interno bruto (PIB) se desaceleró más rápido que lo esperado en informes anteriores y que lo anticipado por la mayoría de analistas económicos. De acuerdo con las cifras del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), el crecimiento (sin cultivos ilícitos) para los primeros tres meses de 2008 ascendió a 4,1%, cifra que contrasta con la fuerte expansión del cuarto trimestre (8,4%) (Gráfico 9).

Conviene señalar que el DANE dio a conocer una nueva serie del PIB, la cual introduce varias modificaciones de orden metodológico¹, y además utiliza el año 2000 como base de cálculo. Con esta nueva información, la expansión del PIB registrada entre 2005 y 2007 (7,0% en promedio) fue la mayor de las últimas seis décadas y la variación registrada durante todo 2007 (8,2%) sólo es comparable con los crecimientos observados en 1978 (8,2%) y 1949 (8,7%).

Para el primer trimestre del año la moderación de la demanda interna fue el factor que más contribuyó a la desaceleración del crecimiento. Este agregado pasó de

¹ Para una presentación detallada del cálculo de las nuevas cuentas nacionales base 2000 del DANE puede consultarse el Recuadro 2 del Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República de julio de 2008, p.42.

El consumo de los hogares se desaceleró de manera importante en el primer trimestre de 2008, pasando de crecer 5,6% en el cuarto trimestre de 2007 a 3,9% en el primero de 2008.

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

	2006	Mar-07	Jun-07	Sep-07	Dic-07	Mar-08
Consumo final	6,8	8,1	5,8	6,0	5,5	3,8
Hogares	7,8	9,5	6,2	5,8	5,6	3,9
Gobierno	3,5	3,1	4,0	6,4	5,4	3,5
Formación bruta de capital	16,8	27,2	24,2	18,5	23,0	10,3
Demanda interna	8,9	12,0	9,8	8,8	9,5	5,4
Exportaciones totales	9,4	8,0	7,5	11,4	21,4	15,0
Importaciones totales	17,3	21,3	13,8	17,4	21,2	15,9
PIB	7,0	9,1	8,4	6,9	8,4	4,1

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

9,5% en diciembre de 2007 a 5,4% en marzo de 2008. Aún así, esta tasa se encuentra por encima de su crecimiento promedio histórico (4,6% desde 1926).

Las exportaciones reales en pesos continuaron mostrando una buena dinámica en el primer trimestre de 2008 y crecieron 15% anual.

Dentro de la demanda interna, la formación bruta de capital presentó la desaceleración más fuerte (Cuadro 2). Este hecho estaría asociado con la caída de la inversión en obras civiles realizadas por el sector público, pero no con un deterioro significativo de la inversión privada. Esta última habría mantenido una buena dinámica, a juzgar por el alto crecimiento en dólares que registraron las importaciones de bienes de capital para la industria (24,9% año corrido a marzo).

Por su parte, el consumo de los hogares también presentó una desaceleración importante, pasando de crecer 5,6% en el cuarto trimestre de 2007 a 3,9% en el primero de 2008. De acuerdo con la nueva serie (base 2000), el crecimiento del consumo habría empezado a moderarse a partir del segundo trimestre de 2007 (Cuadro 2), lo que contrasta con la información previa, la cual no mostraba una desaceleración de este agregado durante el año pasado.

Con respecto a las exportaciones reales en pesos, estas mantuvieron un buen dinamismo, a pesar de la apreciación del tipo de cambio. De hecho, su crecimiento anual al primer trimestre (15%) —aunque menor que el de trimestres anteriores— continuó superando ampliamente al de la demanda interna y al de su promedio en lo corrido de la presente década (5,9%). Para todo 2007 las nuevas cuentas nacionales señalan un crecimiento de 12,2% para esta variable (Cuadro 2). La expansión en 2007 y comienzos de 2008 fue posible, en parte, gracias a la fuerte demanda venezolana por productos manufacturados y por alimentos, junto con el aumento de la producción de productos mineros como el petróleo.

La desaceleración del PIB se dió tanto en sectores de transables como de no transables.

Cuadro 3
Crecimiento real anual del PIB sectorial (porcentaje)

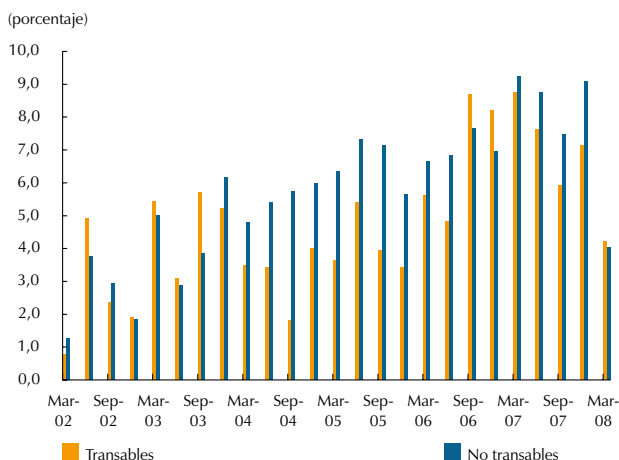
	2006	2007	IV trim. 07	I trim. 08
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3,6	4,5	4,8	3,8
Explotación de minas y canteras	2,2	2,3	5,6	5,2
Industria manufacturera	8,5	10,2	8,1	2,1
Electricidad, gas y agua	2,6	3,1	2,9	0,6
Construcción	9,9	20,0	22,9	(5,7)
Edificaciones	7,5	1,2	5,6	25,4
Obras civiles	11,8	33,8	34,9	(24,5)
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	9,1	10,3	8,7	3,1
Transporte, almacenamiento y comunicación	9,8	9,0	11,2	7,4
Estab. finan., segur., inmueb. y servicios a las empresas	5,9	6,6	7,4	7,5
Servicios sociales, comunales y personales	4,3	3,8	4,7	3,3
Intermediación financiera medida indirectamente	6,4	7,5	7,8	3,7
Subtotal valor agregado	13,5	15,3	14,7	8,0
PIB	7,0	8,2	8,4	4,1
Transables ^{a/}	6,8	7,3	7,1	4,2
No transables	7,0	8,6	9,1	4,0

a/ Se suponen como transables los sectores agropecuario, minero, manufacturero; los servicios de transporte aéreo, acuático, complementarios y auxiliares, y algunos servicios privados a las empresas.
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Desde el punto de vista de la oferta, la menor dinámica del producto se observó tanto en los sectores transables como en los no transables. Para el primer caso, su expansión anual durante el primer trimestre del año fue de 4,2%, cifra inferior en 2,9 puntos porcentuales (pp) a la registrada en la última parte del año pasado (Gráfico 10 y Cuadro 3). Esta desaceleración se debe, especialmente, al comportamiento de la industria manufacturera y a la agricultura. Con respecto a la industria, los sectores más afectados por la desaceleración fueron los de textiles, productos de madera y equipo de transporte. Por el lado de los no transables, su crecimiento anual fue de 4,0%, frente a 9,1% de un trimestre atrás. La menor dinámica fue particularmente fuerte en los sectores de construcción de obras civiles y del comercio (Gráfico 10 y Cuadro 3).

La desaceleración del crecimiento entre el cuarto trimestre de 2007 y el primero de 2008 fue el resultado de diversos factores, tanto de oferta como de demanda, no todos ellos fáciles de cuantificar y no necesariamente

Gráfico 10
Crecimiento anual del PIB de transables y no transables



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Cuadro 4
Estimación de choques de oferta en el crecimiento del primer trimestre de 2008

Tipo de choque	Porcentaje
Días hábiles	
Máximo	0,56
Medio	0,42
Mínimo	0,28
Cerromatoso	0,10
Obras civiles	0,75
Exportación de material de transporte a Venezuela	0,16
Efecto total con máximo de días hábiles	1,57
Efecto total con medio de días hábiles	1,43
Efecto total con mínimo de días hábiles	1,29

Fuente: cálculos del Banco de la República.

inducidos por la política monetaria. El Cuadro 4 presenta una estimación del impacto de aquellos choques que son fáciles de medir y que afectaron negativamente al crecimiento.

El más importante de ellos corresponde al efecto directo de la caída de las obras civiles, y que pudo ser producido por el cambio de administraciones públicas locales y regionales, lo cual explica 0,75 pp de menor crecimiento². Un segundo factor fue la presencia de menos días hábiles (dos) en el trimestre por el traslado de Semana Santa a marzo: en este caso el efecto directo máximo sería de 0,56 pp. La huelga de Cerromatoso sería otro choque de oferta que habría impactado directamente al PIB con 0,1 pp de menor crecimiento. Finalmente, la reducción de las exportaciones de automóviles a Venezuela explicaría otro 0,16 pp.

En síntesis, de no haberse presentado estos hechos, la variación anual en el primer trimestre hubiera estado entre 5,4% y 5,7%. Cabe señalar que los cuatro factores mencionados tienen efectos indirectos sobre el crecimiento vía el multiplicador del gasto, los cuales no se estimaron en el ejercicio.

Además de los choques anteriores, la economía colombiana, al igual que la mundial, enfrenta desde hace varios trimestres un encarecimiento importante de los costos de producción y de transporte a raíz de las fuertes alzas en los precios del petróleo y de diversas materias primas. Usualmente, estas circunstancias corresponden a un choque negativo en el producto, que suele venir acompañado por un aumento de precios (Recuadro 1).

De igual manera, desde el punto de vista de la demanda, los aumentos en los precios de los combustibles y de los alimentos podrían estar afectando el ingreso real disponible de los hogares, frenando el consumo presente, así como el futuro; esto último especialmente debido a una pérdida en la confianza de los consumidores. Este análisis, sin embargo, no tiene en cuenta el hecho de que los aumentos de los precios externos de los productos exportados por el país también generan un efecto positivo sobre el ingreso real disponible.

A los anteriores choques habría que sumar el efecto de la política monetaria por cuenta del incremento acumulado en las tasas de interés y los cambios en los encajes. Su efecto ha sido importante, como se concluye con la desaceleración del crédito, según se menciona en el capítulo II.

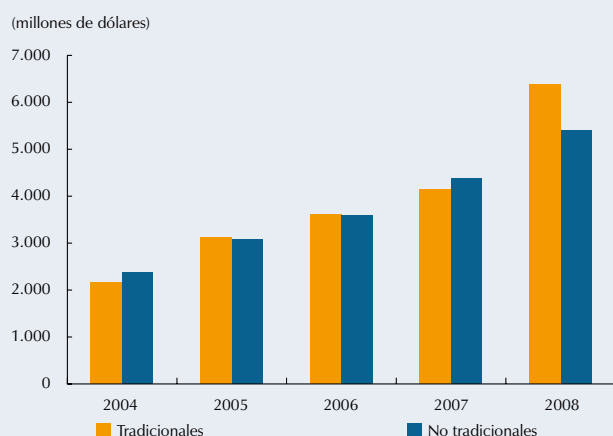
La caída en obras civiles, los menores días hábiles, la desaceleración de las exportaciones a Venezuela y la huelga de Cerromatoso disminuyeron el crecimiento en, al menos, 1,3 pp.

2 Otra forma de medir el impacto del menor gasto en obras es excluir dicho componente del PIB. En este caso, la variación anual del PIB sin obras civiles fue de 5,1% en el primer trimestre, es decir que, analizado de esta forma, el choque de obras civiles pudo afectar negativamente el producto en 1 pp.

COMPORTAMIENTO DE LAS EXPORTACIONES EN DÓLARES

Las exportaciones totales medidas en dólares se aceleraron en los primeros cuatro meses del año; de hecho, en el período enero-abril de 2008 su crecimiento anual fue de 38%, superior a lo observado durante todo 2007 (23%). Las exportaciones tradicionales, las cuales incluyen carbón, petróleo, ferrocromo y café, han sido las más dinámicas, en parte, gracias al aumento de los precios internacionales, pues se expandieron a una tasa anual de 53,6%. Incluso, las no tradicionales también presentaron un comportamiento notable, aumentando a abril a una tasa anual de 23,2%, cifra ligeramente inferior a la registrada durante todo 2007 (25,6%) (Gráfico A).

Gráfico A
Exportaciones tradicionales y no tradicionales, año corrido a abril



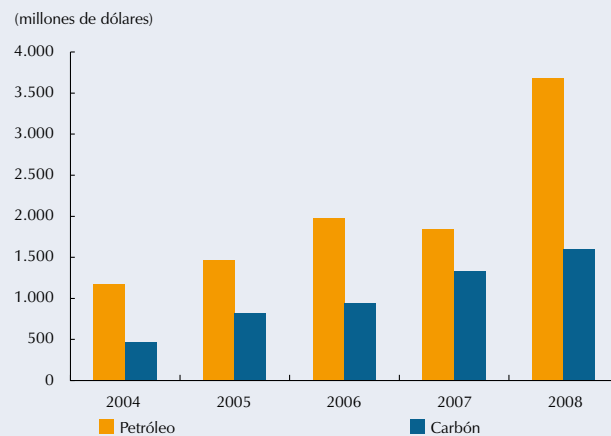
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Dentro de las exportaciones tradicionales se destacan las de petróleo, que entre enero y abril de 2008 crecieron 99,3% anual por efectos de precio, pero también debido a aumentos de las cantidades producidas, inclusive mayores. De igual forma, las ventas externas de café mantienen un dinamismo importante (38,9%), y en este caso también por mayores precios y cantidades. Las exportaciones de carbón se incrementaron 20% en dólares durante el periodo, básicamente por mejores precios de exportación (Gráfico B).

Por el lado de las exportaciones no tradicionales, los sectores que se destacaron fueron los de hilados y tejidos (81%), las confecciones (50%) y la industria química (31,7%). Cabe anotar que el sector de material de transporte, el cual representa cerca del 4% de las exportaciones no tradicionales, decreció durante el primer trimestre del año alrededor de 40%, lo cual obedeció a la restricción impuesta por Venezuela a la importación de vehículos a partir de enero de 2008.

Con respecto a las exportaciones no tradicionales por destinos, las dirigidas a los Estados Unidos volvieron a ganar terreno, luego de varios trimestres de descenso: para el período enero-abril su crecimiento anual fue de 12,3%, destacándose las de material de transporte y maquinaria y equipo. Las ventas no tradicionales a Venezuela (que representan el 32,8% de las exportaciones no tradicionales totales) también mostraron crecimientos positivos importantes (54,9% anual), pero menores que los observados en todo 2007 (93%). La principal fuente de crecimiento de las exportaciones a Venezuela fueron los hilados y tejidos (206%), las confecciones (173%) y la industria química (44%) (Gráfico C).

Gráfico B
Exportaciones de petróleo y carbón, año corrido a abril



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico C
Exportaciones no tradicionales a los Estados Unidos y Venezuela, año corrido a abril



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Aunque el mercado laboral ha dejado de estrecharse persisten riesgos alcistas sobre los futuros ajustes de los salarios.

Así las cosas, buena parte del menor crecimiento a comienzos de año obedecería a diversos choques transitorios; no obstante, una vez descontados el crecimiento parece haber sido menor que lo previsto, y esto puede deberse a factores exógenos asociados con los altos precios internacionales del petróleo y de los alimentos.

2. Costos salariales y mercado laboral

Los indicadores de empleo al segundo semestre sugieren que el mercado laboral habría dejado de estrecharse y esto podría repercutir hacia el futuro en la moderación de las presiones sobre los salarios. No obstante, existe un alto riesgo de que estos últimos continúen aumentando por cuenta de mayores expectativas de inflación y de la posible activación de los mecanismos de indexación.

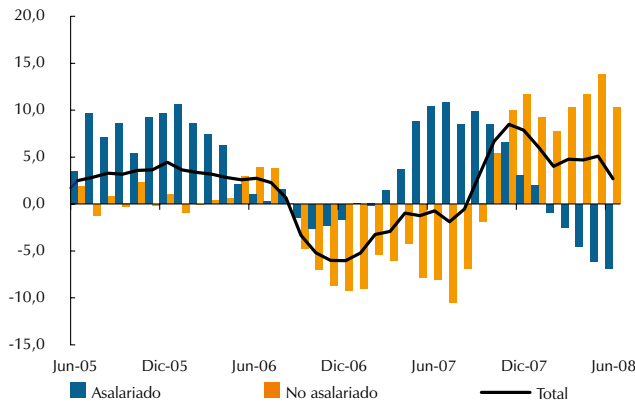
De acuerdo con las cifras de la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH) del DANE, durante el segundo trimestre del año las tasas de desempleo nacional, de cabeceras y rural continuaron mostrando descensos, aunque de una magnitud menor que la observada en trimestres anteriores. Por el contrario, la tasa de desempleo de las trece principales ciudades aumentó levemente (Cuadro 5). A nivel nacional de cabeceras municipales se observan importantes aumentos en la oferta laboral —medidos por la tasa global de participación (TGP)—, que, sin embargo, fueron inferiores a los de la de ocupación (TO), permitiendo la caída en la tasa de desempleo. En cuanto a las trece principales ciudades, el crecimiento de la TGP superó al de la ocupación (Cuadro 5).

Cuadro 5
Indicadores del mercado laboral

	Trimestre (abril-mayo-junio)					Dif. 2007 y 2008	Trimestre anterior dif. 2007 y 2008
	2004	2005	2006	2007	2008		
Tasa global de participación							
Nacional	61,1	59,9	59,9	58,2	58,6	0,5	1,1
Área rural	59,0	57,1	57,3	52,1	51,4	(0,7)	2,1
Cabeceras	61,8	60,8	60,7	60,1	60,9	0,8	0,7
Trece ciudades	62,5	62,7	62,7	61,7	62,4	0,7	0,9
Tasa de ocupación							
Nacional	52,5	52,7	53,0	51,6	52,2	0,5	1,4
Área rural	52,9	53,1	53,6	48,1	47,5	(0,5)	2,0
Cabeceras	52,3	52,6	52,8	52,8	53,6	0,8	1,2
Trece ciudades	52,7	53,8	54,7	54,6	55,2	0,6	1,4
Tasa de desempleo							
Nacional	14,1	12,0	11,5	11,2	11,1	(0,1)	(0,8)
Área rural	10,4	7,0	6,6	7,7	7,6	(0,2)	(0,1)
Cabeceras	15,3	13,5	13,0	12,2	12,0	(0,2)	(1,0)
Trece ciudades	15,7	14,1	12,8	11,5	11,6	0,1	(0,9)

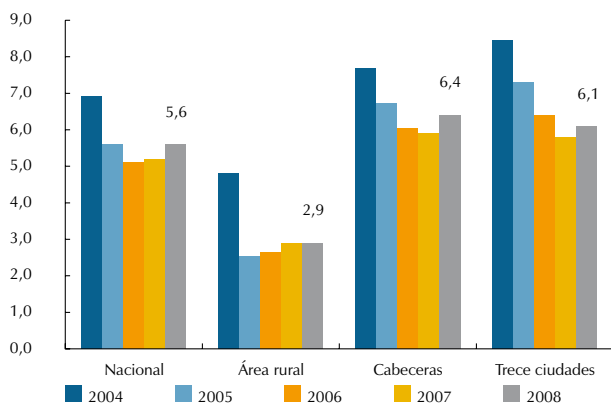
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 11
Creación de empleo
(total nacional-promedio móvil de orden 3)



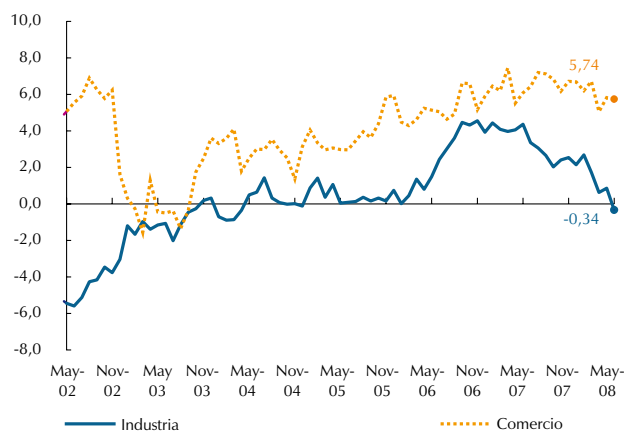
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 12
Tasa de desempleo (jefes de hogar), abril-mayo-junio



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

En el segundo trimestre la economía siguió creando empleo en zonas urbanas, aunque a un menor ritmo que el registrado a finales del año pasado y a comienzos de 2008. Entre abril y junio los ocupados de las trece principales ciudades aumentaron a una tasa anual del 3%, lo que significa que se habrían creado quinientos mil nuevos empleos, en comparación con el mismo período del año pasado. No obstante, se debe mencionar que este comportamiento se explica únicamente por el dinamismo de los “cuenta propia”, que se expandieron a una tasa anual de 20,6%, mientras que el empleo asalariado —empleados de los sectores privado y público— se contrajo 6,9% (Gráfico 11). Esta tendencia decreciente en el empleo asalariado también se presenta en las zonas rurales y en las cabeceras intermedias. Cabe advertir que la alta tasa de crecimiento del empleo “cuenta propia” puede ser, en parte, el resultado de una corrección en sus niveles, luego de los cambios metodológicos introducidos a partir de julio de 2006 en la encuesta del DANE.

El empleo de jefes de hogar, segmento de los ocupados que ha estado menos afectado por los cambios metodológicos, muestra más claramente la moderación de las presiones en el mercado laboral. La tasa de desempleo de jefes de hogar dejó de caer y en promedio aumentó ligeramente en los últimos dos trimestres (Gráfico 12). La expansión del desempleo no obedeció a un crecimiento de la oferta laboral superior a los requerimientos de la demanda de trabajo (como en el caso de la población total de trece ciudades) sino a una caída en la ocupación. El empleo de jefes de hogares retrocedió a un ritmo de 1% anual en el primer semestre del año, y esto estaría reflejando, en parte, la moderación de la actividad económica.

Las cifras provenientes de las encuestas sectoriales también muestran un menor ritmo en la creación de empleo, aunque no de manera tan clara como los datos de la GEIH. La Muestra mensual manufacturera señala que el crecimiento anual del empleo asalariado industrial se ha desacelerado, mostrando a mayo, por primera vez en tres años, una cifra negativa (-0,3%). Por su parte, el empleo en el comercio aún mantiene un buen ritmo de expansión (por encima de 4%), aunque ligeramente inferior al de trimestres anteriores (Gráfico 13). De otro lado, las cifras de protección social señalan importantes

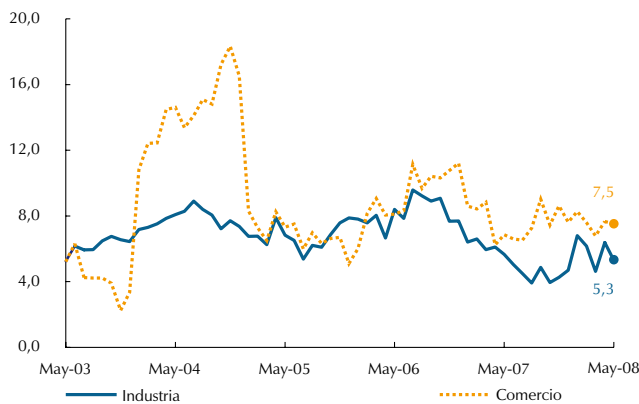
Cuadro 6
Indicadores de seguridad social en el total nacional

Subsistemas	2007	2008	Fechas de corte	Variación 2007-2008	
				Absoluta	Porcentual
Trabajadores afiliados a las cajas de compensación	5.041.117	5.487.373	Mayo	446.256	8,9
Afiliados a las ARP	5.796.531	6.111.187	Abril	314.656	5,4
Cotizantes activos a pensiones (ISS + AFP)	4.985.475	5.430.056	Abril	444.581	8,9
Cotizantes al régimen de pensiones del ISS	1.850.388	1.850.210	Abril	(178)	0,0
Cotizantes a fondos de pensiones obligatorias	3.135.087	3.579.846	Abril	444.759	14,2

Fuentes: Ministerio de la Protección Social, con datos de la ISS, Superintendencia Financiera y del Subsidio Familiar.

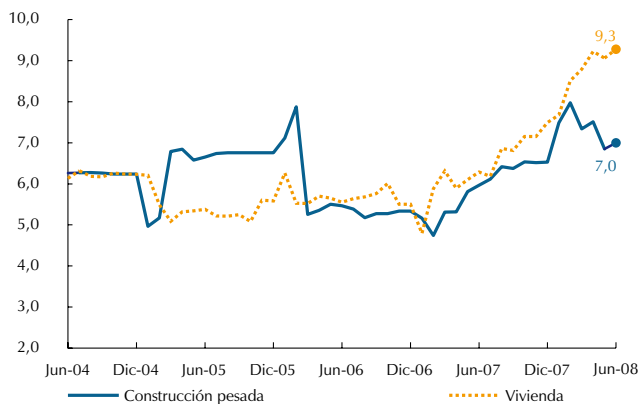
aumentos de los afiliados al sistema de seguridad social (Cuadro 6); aunque cabe advertir que tales datos pueden presentar distorsiones dados los nuevos mecanismos de recolección de información y los mayores incentivos para afiliarse al sistema.

Gráfico 14
Índices de salarios sectoriales nominales
(crecimiento porcentual anual)



Fuente: DANE - MMCM - MMM

Gráfico 15
Índice de salarios nominales: construcción pesada y vivienda
(variación anual)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

En lo concerniente a los salarios, los de industria y comercio han mantenido ritmos de crecimiento relativamente estables, con tasas anuales de alrededor de 5,3% y 7,5% a mayo, respectivamente (Gráfico 14). Por el contrario, los salarios en la construcción siguen acelerándose, en donde la construcción de vivienda presenta tasas particularmente elevadas (9,3% a junio) (Gráfico 15). Cabe anotar que en todos estos sectores los salarios se ajustan a tasas que superan la meta de inflación para el presente año.

En lo que resta del año, y sobre todo a comienzos del próximo, existe un riesgo alto de que se presenten presiones inflacionarias por el lado de los salarios, dada la posibilidad de que éstos se reajusten a tasas elevadas en vista del aumento de la inflación y de sus expectativas. La probabilidad de que los empresarios trasladen a mayores precios los ajustes en salarios se incrementa en un entorno en donde todos los costos de producción están subiendo, tal como se analiza a continuación.

3. Otros costos

Los comportamientos del IPP y de otros índices sugieren un importante aumento de las presiones de costos no salariales durante el segundo trimestre del año. Éstas han sido particularmente fuertes en el caso de los precios de las materias primas, tanto nacionales como importadas, y se han presentado, pese a la apreciación del peso.

Entre abril y junio la inflación al productor (medida por el IPP total) continuó acelerándose, al ubicarse en este último mes en 8,0% —la tasa más alta desde agosto de 2003— (Gráfico 16). Desagregando el IPP de acuerdo con la procedencia de los bienes, se evidencia que tanto la inflación de importados como la de producidos y consumidos registraron aumentos importantes en el segundo trimestre (Gráfico 16). En particular, la primera, que hasta hace poco mantenía anclada en niveles bajos a la inflación total gracias al efecto del tipo de cambio, empezó a contribuir a su aceleración en los últimos meses, y en junio exhibió variaciones anuales positivas por primera vez desde marzo de 2007. De otro lado, y aunque a un ritmo más moderado, el IPP de producidos y consumidos en el territorio nacional continuó acelerándose y mantuvo ajustes altos.

Si se examina el IPP por ramas de actividad económica, el aumento reciente de la inflación al productor se explica por la aceleración de los IPP industrial y agrícola, mientras que el IPP de minería se ha mantenido estable, aunque mostrando

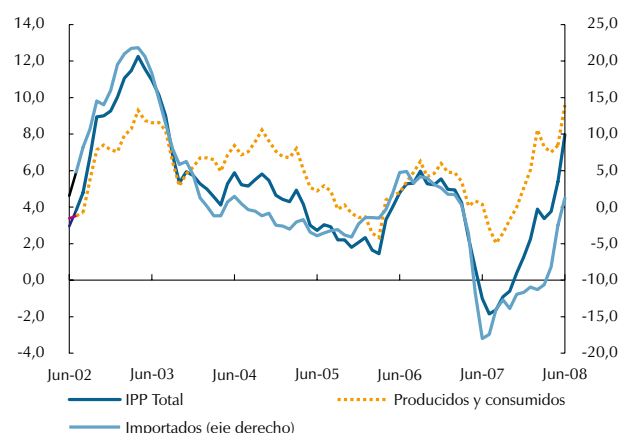
crecimientos anuales muy altos (por encima del 40%) (Gráfico 17). La aceleración del IPP industrial, que completa tres trimestres seguidos, es inquietante por el peso que esta subcanasta tiene en la construcción del índice total (77,5%).

Al descomponer el IPP industrial se observa cómo el aumento de los precios en los últimos meses se concentró en los productos importados, en especial los de consumo intermedio o materias primas (Cuadro 7). Dentro de este grupo, según el Código Internacional Industrial Uniforme (CIIU) las divisiones que más participaron en la inflación trimestral del IPP industrial fueron la fabricación de sustancias y productos químicos (17%) y la elaboración de productos alimenticios y de bebidas (11%).

Por otro lado, los índices de costos no salariales, estimados a partir del IPP y otras variables, y que tienen en cuenta una ponderación derivada de las matrices de contabilidad social, muestran también una tendencia ascendente; y esto se observa tanto en el componente de costos nacional como en el importado. Así, a mayo el índice que recoge las presiones de costos nacionales sin salarios crecía a una tasa anual del 9,4%; mientras que el importado lo hacía a 0% anual, pero mostrando una fuerte aceleración en los registros más recientes (Gráfico 18).

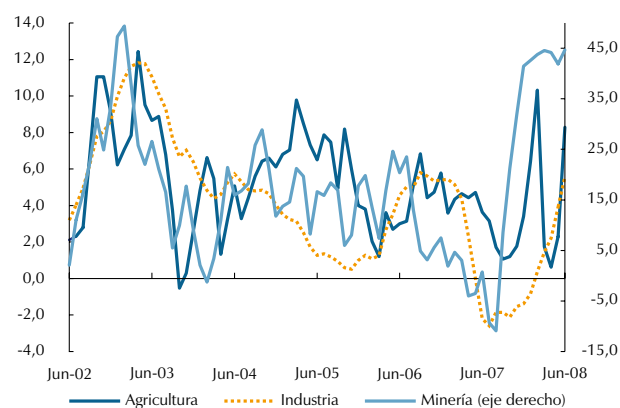
En cuanto a los costos totales (salariales y no salariales), por sectores de la producción sobresalen los aumentos en los servicios públicos y en la minería, aunque en las demás ramas también se aprecian aceleraciones notorias.

Gráfico 16
IPP total y por procedencia
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 17
IPP por ramas
(variación anual)



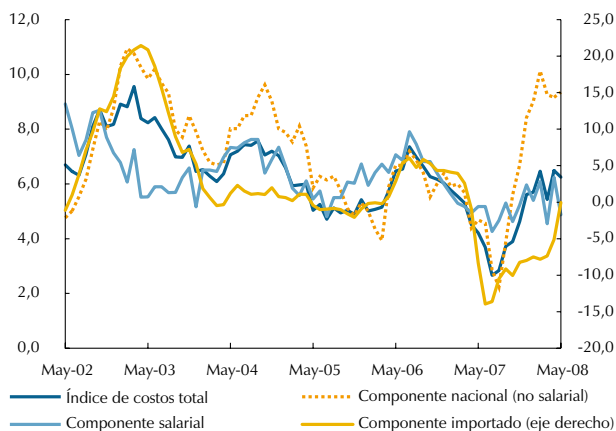
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Cuadro 7
Descomposición de la aceleración trimestral del IPP industrial según procedencia y destino
(porcentaje)

Descripción	Ponderación	Inflación anual			Participación en la aceleración trimestral	
		Dic-07	Mar-08	Jun-08	A mar-08	A jun-08
IPP industrial	100,0	(1,4)	1,5	5,5	100,0	100,0
IPP industrial: producidos y consumidos	27,9	3,1	6,6	7,6	95,6	26,1
Bienes de consumo final	48,7	4,5	8,1	8,8	57,4	15,2
Bienes intermedios	49,5	1,7	5,4	6,5	37,7	10,8
Bienes de capital	1,9	1,2	2,3	2,2	0,5	0,1
IPP industrial: importados	72,1	(12,9)	(12,3)	(0,7)	4,4	73,9
Bienes de consumo final	24,5	(14,1)	(13,0)	(2,0)	2,0	17,2
Bienes intermedios	56,4	(12,2)	(11,5)	0,7	2,9	44,2
Bienes de capital	19,1	(13,5)	(13,8)	(3,1)	(0,4)	12,6

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 18
Índice de costos a partir de la Matriz de contabilidad social
(variación anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En general, los altos costos de las materias primas no se han reflejado en mayores aumentos en los costos totales (6,2% a mayo, Gráfico 18), gracias a que hasta ahora los salarios han tenido reajustes relativamente estables y moderados, de entre 5% y 7% en términos nominales para el conjunto de la economía.

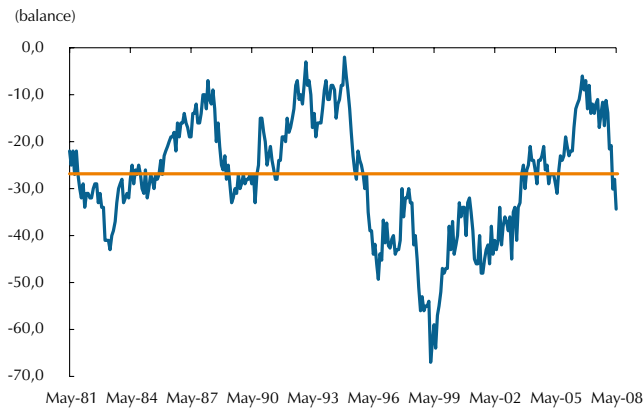
4. Excesos de capacidad productiva y presiones de demanda

Durante lo corrido del año se ha observado que la capacidad productiva ociosa de la economía ha tendido a aumentar, y que las presiones de demanda no han seguido incrementándose, e incluso podrían estar cediendo. Así, al observar el porcentaje de empresarios

que consideran que su capacidad instalada es insuficiente frente a la demanda esperada para los próximos doce meses, se aprecia que dicho indicador ha venido disminuyendo desde la segunda mitad del año pasado, y que en la actualidad se encuentra por debajo de su promedio histórico (Gráfico 19). Un comportamiento similar se aprecia en el caso de las medidas de utilización de capacidad instalada (UCI), tanto de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) como de Fedesarrollo. Según ambas variables, los niveles alcanzados en el segundo trimestre del año se sitúan ligeramente por encima de sus promedios históricos.

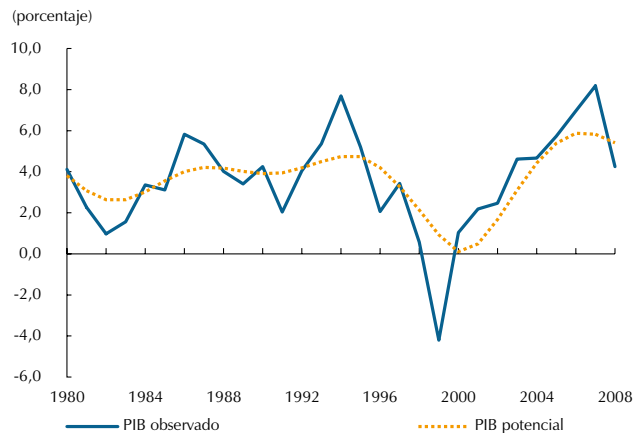
Por el lado del mercado laboral, la interrupción de la tendencia decreciente en la tasa de desempleo y la caída del asalariado podrían anticipar menores presiones en

Gráfico 19
Capacidad instalada frente a la demanda esperada



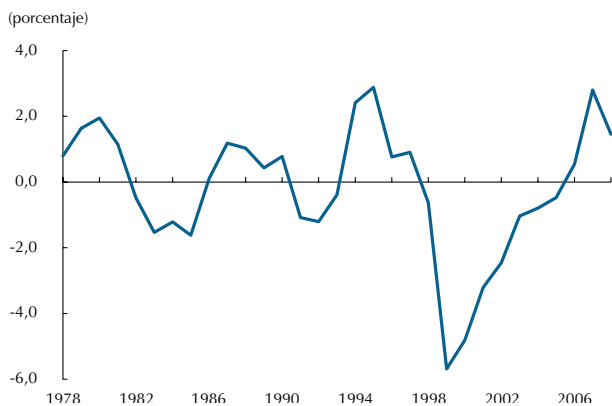
Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 20
Crecimiento del PIB observado y del PIB potencial



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 21
Brecha del producto



Fuente: Banco de la República.

este frente en lo que resta del año. Aún así, el empleo total a junio todavía seguía creciendo y las expectativas de inflación (como se muestra más adelante) se mantenían al alza, por lo cual es importante continuar con un seguimiento agudo de la evolución de estas variables, de los costos laborales y de su efecto sobre la producción.

Al igual que lo planteado en el informe trimestral pasado, nuestro escenario central recoge el cambio de tendencia de los excesos de capacidad productiva registrado desde finales de 2007. Adicionalmente, se tiene en cuenta la nueva serie del PIB con base 2000, la cual muestra un crecimiento acumulado para lo corrido de esta década, mayor que el que presentaba la serie con base 1994.

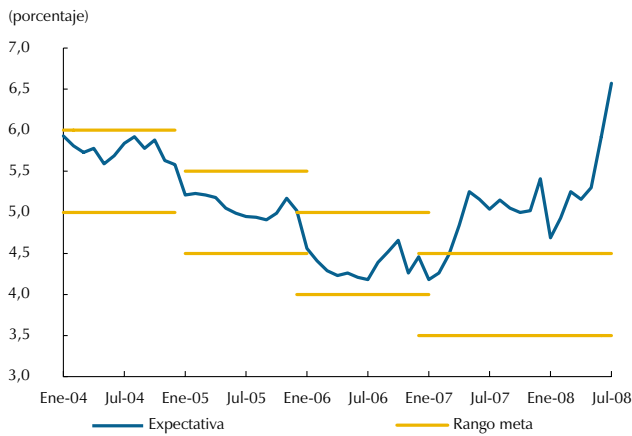
Dado lo anterior, para 2008 se estima que el producto potencial crecería a tasas de entre 5,5% y 6,0% (Gráfico 20), rango similar al contemplado en el informe anterior. De todas maneras, hay que tener en cuenta que durante el primer trimestre la economía colombiana estuvo sometida a algunos choques de oferta (huelgas, menos días hábiles, clima adverso) que pudieron afectar negativamente el crecimiento potencial, aunque de manera transitoria. De acuerdo con los anteriores argumentos y con los cálculos más recientes, se espera que la brecha del producto se reduzca durante el año, aunque todavía manteniendo un nivel positivo (Gráfico 21).

5. Expectativas de inflación

En meses recientes, las expectativas de inflación siguen aumentando, y continúan la tendencia que muestra la inflación al consumidor. En particular, las expectativas a diciembre de 2008 obtenidas a partir de la encuesta mensual que aplica el Banco se situaron a comienzos de julio en 6,7%, esto es 147 pb por encima del dato que se reportó con la encuesta de un trimestre atrás (Gráfico 22). Este aumento es superior al registrado por la inflación total en el mismo período (125 pb). Para el caso de las expectativas a un año, el dato más reciente se sitúa en 5,5%, lo que es 70 pb más que lo reportado un trimestre atrás.

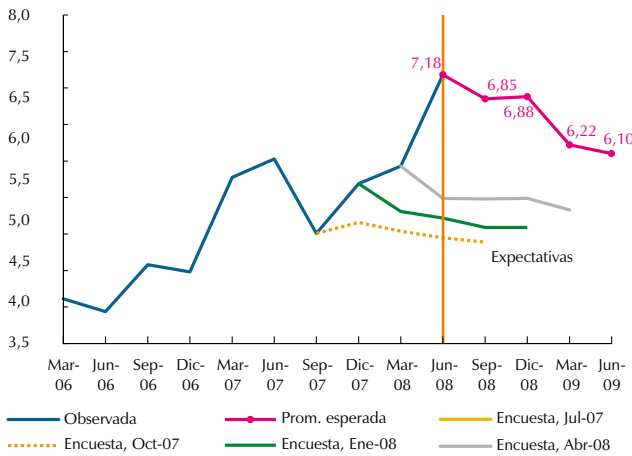
Por su parte, la encuesta trimestral aplicada también a comienzos de julio, y efectuada a una muestra más amplia de encuestados, presenta unas expectativas de inflación

Gráfico 22
Expectativas de inflación a diciembre



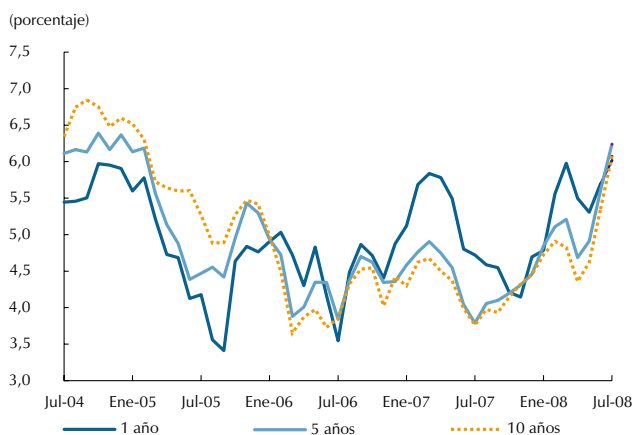
Fuente: Banco de la República

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



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 24
Breakeven inflation a 1, 5 y 10 años (promedio mensual)



Fuente: Banco de la República.

para diciembre de 2008 de 6,9%, frente a un registro de 5,5% en la encuesta de abril. A un horizonte de doce meses la inflación esperada es de 6,1%, comparada con un 5,3% obtenido hace un trimestre (Gráfico 23). En esta oportunidad los encuestados consideran que la probabilidad de cumplir la meta del presente año es de 0,0%, frente a lo registrado hace un trimestre (6,3%).

Las expectativas derivadas de las tasas de los TES tasa fija y las unidades de valor real (UVR) (*break even inflation*) también se incrementaron nuevamente desde abril y hasta comienzos de julio para los títulos con plazos de cinco y diez años. En la actualidad se encuentran por encima de 6% (Gráfico 24).

Uno de los riesgos más altos que enfrenta la estabilidad de la inflación en Colombia hacia el largo plazo es el aumento de las expectativas. Este fenómeno puede alentar incrementos de precios por encima de las metas establecidas por el Banco en lo que resta del año y a comienzos de 2009, especialmente si la credibilidad de la política monetaria es baja, tal como lo sugieren las encuestas. En Colombia este riesgo es mayor dado que aún se mantienen activos numerosos mecanismos de indexación, tanto formales como informales.

Las expectativas altas y la indexación se pueden conjugar para prolongar aumentos en la inflación que inicialmente se consideraban transitorios o que eran el resultado de ajustes en precios relativos. Las negociaciones de salarios, especialmente del salario mínimo (en Colombia es de amplia cobertura), pueden tener un efecto alcista y permanente sobre la inflación, en la medida en que se adelanten o se efectúen teniendo como punto de partida la inflación actual o sus expectativas para finales de año. En estas circunstancias, el costo de asegurar una inflación convergente hacia las metas de largo plazo, anunciadas por la autoridad monetaria, puede aumentar de manera significativa.

Recuadro 1

¿QUÉ TAN GRANDES SON LAS REVISIONES DE LAS SERIES MACROECONÓMICAS EN COLOMBIA?

José David Pulido*

Generalmente, la elaboración y gestión de la política monetaria se conduce en un ambiente de incertidumbre que suele condicionar las decisiones de los bancos centrales. Aquel contexto puede provenir de distintas fuentes: del desconocimiento de la verdadera estructura de la economía, de posibles errores en las estimaciones paramétricas de los modelos, de la presencia de variables inobservables (v. g. expectativas, brecha del producto, etc.) y de la calidad de la información estadística disponible, entre otras (véase BIS, 2000). Adicionalmente, cuando las agencias estadísticas anuncian el más reciente dato de cualquier serie macroeconómica, también se suelen revisar los datos anteriormente publicados, lo que puede modificar los análisis efectuados, introduciendo así una nueva fuente de incertidumbre.

Las revisiones en las series estadísticas no significan de ninguna manera que la información suministrada y el método con que se procesa sea poco fiable. De hecho, éstas se efectúan con el propósito de mejorar la calidad de la información, buscando, entre otras cosas, incorporar mejores fuentes de datos, perfeccionar las rutinas de procesamiento de información, introducir nuevas metodologías siguiendo estándares internacionales actualizados y corregir errores pasados. Por eso, recientemente se ha vuelto prioritario en muchos países seguir cierta “política de revisiones”, que delinee las buenas prácticas en dicha materia como parte de una administración transparente de las estadísticas oficiales (véase Carson *et al.*, 2004). El propósito de este recuadro es estimar qué tan significativas son esas revisiones en las principales series macroeconómicas colombianas y comparar su magnitud con las de otros países.

En términos formales, una revisión (R_t) se define como la diferencia entre el más reciente (U_t) y el primer (P_t) dato publicado para determinado período t , esto es:

$$R_t = U_t - P_t \quad (R1.1)$$

A partir de esta definición se pueden aplicar varios criterios estadísticos para evaluar y comparar la magnitud de una revisión. En este recuadro se presentan los resultados utilizando uno de ellos, la revisión media, la cual viene dada por el

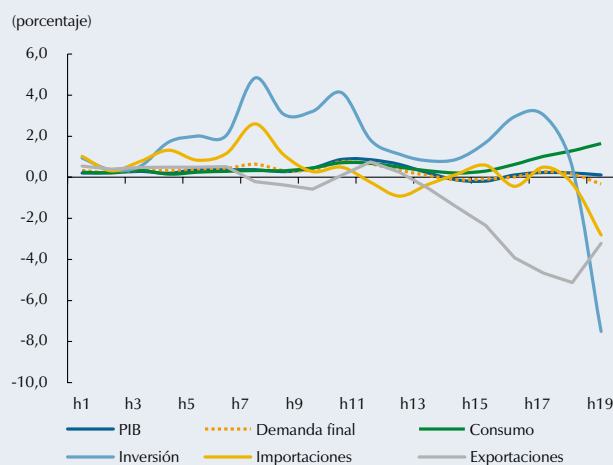
promedio aritmético simple de las revisiones para un determinado número (h) de períodos adelante, es decir²:

$$\text{Revisión media (RM)} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (U_i - P_i) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n R_i \quad (R1.2)$$

donde n corresponde al número de observaciones.

Para esta nota se evaluaron las revisiones del PIB y sus componentes, en las publicaciones trimestrales del DANE, tanto por el lado de la oferta como por el de la demanda, con datos publicados desde 2002 hasta 2007 de dichas series desde el primer trimestre de 1994³. Se consideraron distintas tasas de crecimiento (anuales para acumulado a doce meses, trimestrales anualizadas, anuales para el año corrido), aunque por razones de espacio aquí se reportan únicamente los resultados de las revisiones medias para el crecimiento anual.

Gráfico R1.1
Revisión media para el crecimiento anual:
PIB según demanda



Fuente: DANE; cálculos del autor.

El Gráfico R1.1 muestra la evolución de la RM para el crecimiento anual de las seis series que conforman el PIB por el lado de la demanda, de acuerdo con el número h de períodos adelante en el que se estime. Así, por ejemplo, h_1 indica

* El autor es profesional del Departamento de Programación e Inflación <jpulidpe@banrep.gov.co>. Agradece a Adolfo Cobo y a José Luis Torres la idea original y sus comentarios al documento, y a Nilsa Alzate el suministro de las series. Las opiniones expresadas son de responsabilidad del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

2 Este estadístico, junto con algunos otros que también fueron evaluados, pero de los cuales no se muestran resultados (revisión absoluta media, raíz cuadrada de la revisión cuadrática media, revisión absoluta media relativa y raíz cuadrada de la revisión cuadrática media relativa), son comúnmente empleados para evaluar errores de pronóstico; en este contexto se utilizan para cuantificar la magnitud de las revisiones.

3 Esto deja de lado las revisiones efectuadas por cambios de base en el PIB, pues en el período de estudio de aquélla es la misma.

el promedio aritmético simple de las revisiones un trimestre adelante, esto es, la diferencia promedio entre las tasas de crecimiento anunciadas y las registradas en la publicación inmediatamente posterior, mientras que h_4 indica la misma diferencia promedio, pero después de un año de publicada la serie. Como se puede apreciar, la serie que tiene las revisiones más importantes en su crecimiento anual es la inversión, seguida por las exportaciones y las importaciones. En cambio, la que tiene las revisiones de magnitud inferior es el PIB, junto con la de demanda final.

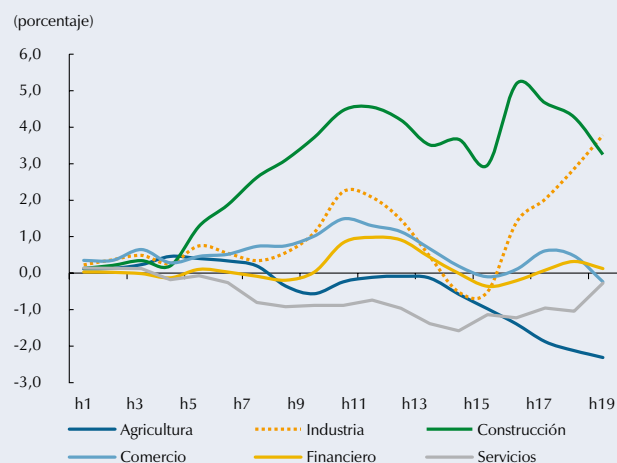
El Cuadro R1.1 presenta los valores de las RM para estas series un trimestre adelante, y uno, dos y tres años adelante. A un trimestre, por ejemplo, el PIB tiende a revisarse en promedio 0,21 pp hacia arriba o hacia abajo con respecto al valor dado a conocer inicialmente, y a dos años dicha revisión es de 0,27 pp. En general, las cifras muestran que, un año y dos años después de publicadas las series, la inversión y el PIB son las series que más y menos varían, respectivamente. Se puede observar que, en promedio, este ordenamiento se mantiene la mayor parte de las veces sin importar la tasa de crecimiento que se evalúe o al tomar cualquier otro estadístico que cuantifique las magnitudes de las revisiones⁴.

Cuadro R1.1
Valores de las RM para distintos h

Serie	$h = 1$	$h = 4$	$h = 8$	$h = 12$
PIB	0,21	0,19	0,27	0,62
Demanda final	0,33	0,33	0,33	0,34
Consumo	0,25	0,16	0,32	0,48
Inversión	0,94	1,71	3,07	1,13
Importaciones	1,01	1,31	1,08	-0,92
Exportaciones	0,54	0,49	-0,38	0,25

Fuente: DANE; cálculos del autor

Gráfico R1.2
Revisión media para el crecimiento anual: PIB según oferta



Fuente: DANE; cálculos del autor.

Adicionalmente, también puede demostrarse que para las series analizadas el crecimiento acumulado doce meses es el indicador que menos se revisa, mientras que el trimestral anualizado es el que más varía conforme aparecen nuevas publicaciones. Esta apreciación es de suma importancia a la hora de establecer cuál de las tasas de crecimiento anuales es más confiable.

El mismo análisis se efectuó para las series que componen el PIB por el lado de la oferta. El Gráfico R1.2 muestra la evolución de la RM para el crecimiento anual de las series analizadas, mientras que el Cuadro R1.2 señala sus valores para los horizontes considerados. En promedio, la serie que presenta las mayores revisiones es el PIB de la construcción, mientras la que menos se lo hace es el PIB financiero (lo cual no es extraño, puesto que éste se construye con información financiera y de los balances de los bancos, cuyas series no se revisan). Esta conclusión se mantiene al tomar cualquier otra tasa de crecimiento anual u otro estadístico. De nuevo, también se puede corroborar que la tasa de crecimiento que menos se revisa para todas estas series y con los diferentes estadísticos es el crecimiento acumulado doce meses.

Para entender mejor la magnitud de estas revisiones frente a las de otros países, el Gráfico R1.3 compara las RM colombianas con las de algunas naciones industrializadas, para las series que más y menos se revisan en Colombia (inversión y PIB respectivamente), junto con una del espectro medio de revisiones (consumo), para uno, cuatro y ocho trimestres adelante⁵.

Cuadro R1.2
Valores de las RM para distintos h

Serie	$h = 1$	$h = 4$	$h = 8$	$h = 12$
Agricultura	0,11	0,46	-0,35	-0,09
Industria manufacturera	0,23	0,26	0,56	1,46
Construcción	0,13	0,20	3,10	4,20
Comercio	0,35	0,29	0,75	1,14
Estados financieros	0,03	-0,13	-0,19	0,91
Servicios	0,14	-0,18	-0,92	-0,96

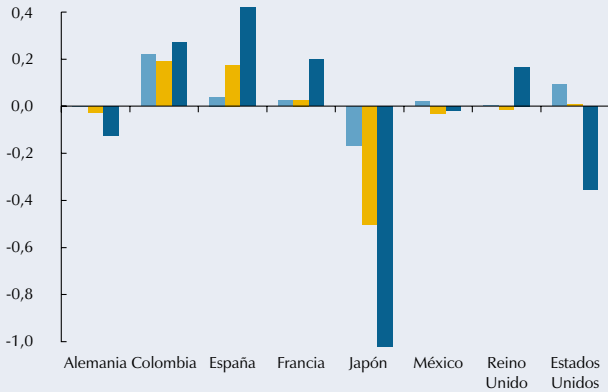
Fuente: DANE; cálculos del autor.

4 Dichos cálculos se pueden solicitar al autor a la dirección electrónica: <jpulidpe@banrep.gov.co>.

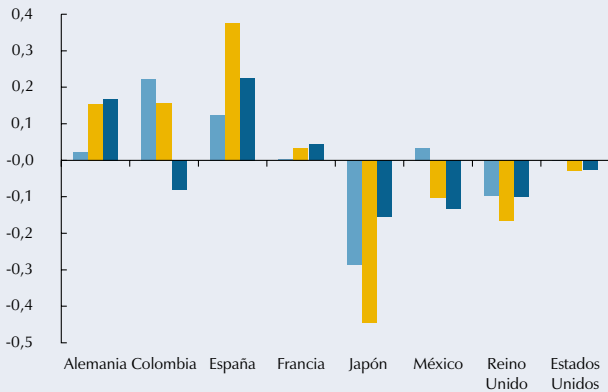
5 Para efectuar dichas comparaciones se utilizó la base de datos "Main Economic Indicators Original Release Data and Revisions Database" de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) y su programa para evaluar revisiones (véase Mckensie, 2006).

Gráfico R1.3
Valores de las RM para:

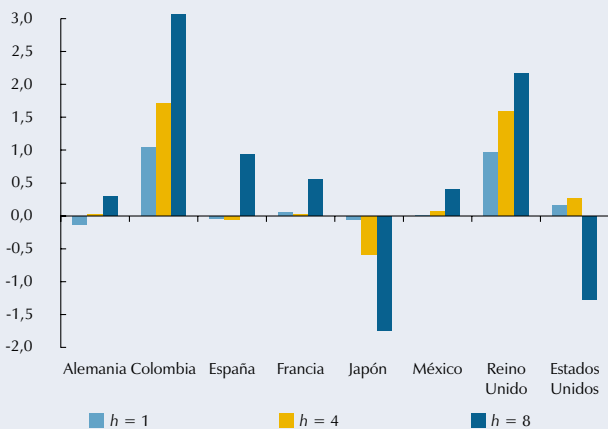
A. PIB según distintos períodos adelante



B. Consumo según distintos períodos adelante



C. Inversión según distintos períodos adelante



Nota: h: trimestres adelante.
Fuentes: DANE y OCDE; cálculos del autor.

Se observa que las revisiones de las series del PIB y consumo colombianas presentan magnitudes que se asemejan a las de las principales economías mundiales. Para el PIB, las revisiones colombianas luego de dos años son de menor magnitud que las de las agencias estadísticas de Japón, España y los Estados Unidos. Para el consumo, los ajustes en Colombia son menores que las de los agencias de Alemania, España, Japón y México, después del mismo período de tiempo. Cabe anotar que luego de un trimestre adelante las revisiones colombianas resultan ser más grandes, frente a las de los países comparados. Por otro lado, la serie colombiana que más se revisa (i. e. la inversión), también tiene revisiones de magnitud superior a las de los países analizados, sin importar la cantidad de trimestres que se examinen hacia adelante.

En conclusión, en las series macroeconómicas colombianas que presentan revisiones relativamente bajas (v.g. PIB y consumo) las magnitudes promedio de dichas revisiones resultan similares a las de las principales agencias internacionales de estadística. Por el contrario, las que sí cambian de manera importante conforme aparecen nuevas publicaciones (v.g. inversión) tienen revisiones más grandes que las de otros países.

Referencias

Bank of International Settlements (BIS), "Monetary policy in the advanced industrial countries", *Annual Report*, cap. 4, BIS, 2000.

Carson, C.; Khawaja, S.; Morrison, T. "Revisions of Policy for Official Statistics: A Matter of Governance", documento de trabajo, núm. 87, Fondo Monetario Internacional, 2004.

Mckensie, R. "Performing Revisions and Real-time Data Analysis", *Statistics Brief*, núm.12, OCDE, 2006.

II. MERCADOS FINANCIEROS

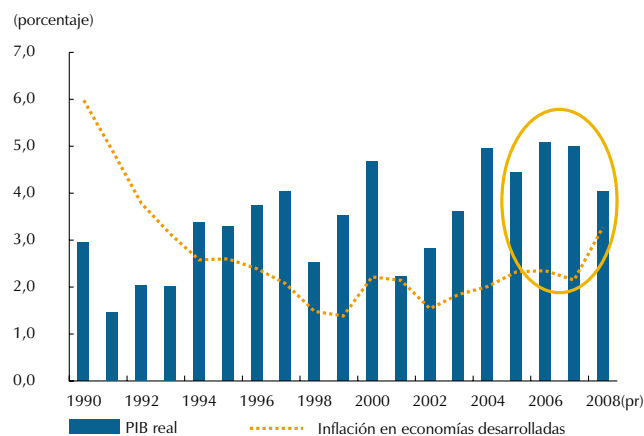
La volatilidad en los mercados de capitales se ha mantenido debido a la presencia de fuertes desaceleraciones del producto en países desarrollados, acompañadas de incrementos en la inflación mundial.

Aunque las primas de riesgo emergente se incrementaron en el último trimestre, su reacción fue inferior a la observada en anteriores episodios de estrés financiero.

Numerosos bancos centrales de países emergentes efectuaron incrementos en sus tasas de interés de referencia, en respuesta a las presiones inflacionarias.

En Colombia, las tasas de interés del sistema bancario se han estabilizado a partir de abril. Simultáneamente, el crédito siguió desacelerándose, aunque a un ritmo cada vez menor.

Gráfico 25
Crecimiento del PIB real mundial e inflación en economías desarrolladas



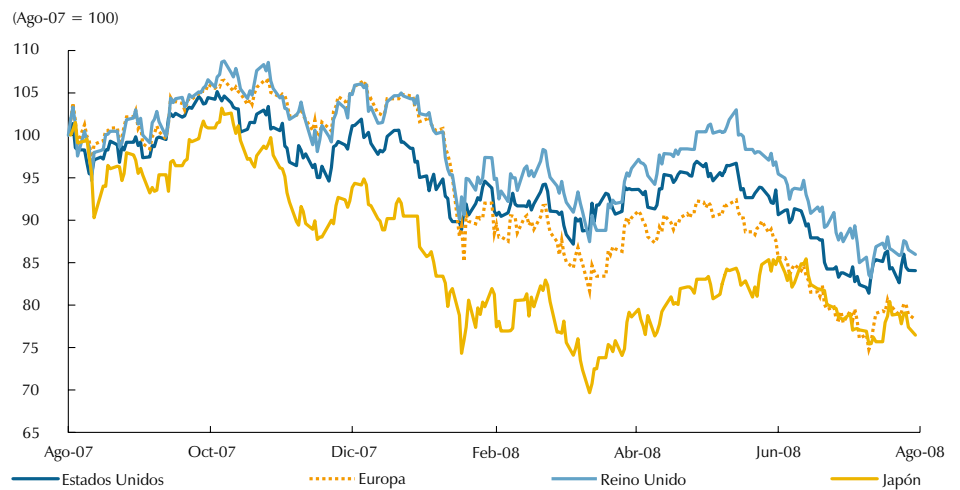
(pr) preliminar.
Fuente: WEO-FMI.

A. CONTEXTO INTERNACIONAL

El desempeño reciente de los mercados de capitales internacionales ha estado ligado a la disyuntiva entre una desaceleración económica global más pronunciada que la prevista en anteriores trimestres, junto con fuertes incrementos inflacionarios alrededor del mundo. Los resultados al primer trimestre para la mayoría de países muestran un nivel inferior de actividad económica al registrado en 2007 y al del promedio de los últimos años (Gráfico 25). A pesar de esto, se ha observado una postura contractiva de política monetaria en numerosos bancos centrales, ante las presiones inflacionarias que se han desarrollado, principalmente por el incremento en los precios internacionales de los alimentos y de bienes energéticos.

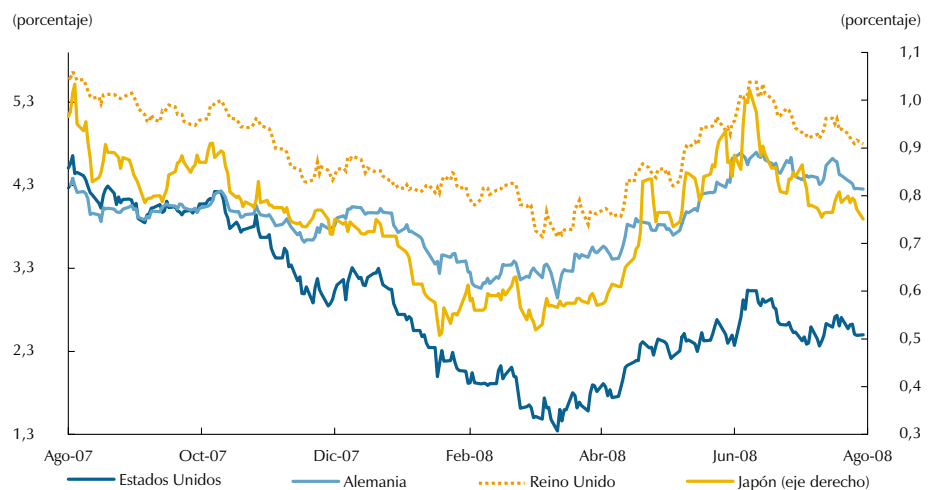
Aunque durante el segundo trimestre se observó alguna mejoría en las condiciones financieras gracias al otorgamiento de liquidez por parte de la Fed, esta tendencia no se consolidó plenamente.

Gráfico 26
Índices accionarios en países desarrollados



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 27
Tasas de los bonos a dos años de los países desarrollados

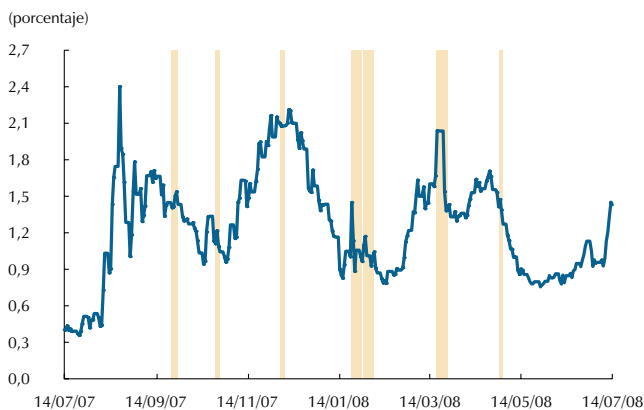


Fuente: Bloomberg.

La anterior situación ha generado caídas significativas a nivel global en los precios de los activos tradicionales de alta rentabilidad, tales como acciones y bonos corporativos, por temores acerca de la estabilidad del sistema financiero y por reducciones de la actividad económica (Gráfico 26). Igualmente, se han observado desvalorizaciones en activos de bajo riesgo y baja rentabilidad, como bonos soberanos de corto plazo de diversas economías desarrolladas, debido a las expectativas de incrementos en las tasas de interés de los bancos centrales, ante las mayores presiones inflacionarias. Las tasas de estos bonos han tendido a aumentar en el segundo trimestre del año, cuando se han hecho más evidentes dichas presiones (Gráfico 27). Usualmente estos activos soberanos de corto plazo mantienen su valor en épocas de bajo crecimiento económico.

En el caso particular de los Estados Unidos, aunque durante el segundo trimestre se observó alguna mejoría en las condiciones financieras gracias al otorgamiento de liquidez por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed), esta tendencia no se consolidó plenamente. Durante la redacción de este informe, la crisis hipotecaria siguió golpeando a las instituciones financieras, afectando en esta oportunidad a las dos mayores entidades que cubren el sector de créditos de vivienda y que están respaldadas por el Gobierno (Fannie Mae y Freddie Mac). Estas entidades, que operan como titularizadoras, en la actualidad ofrecen garantías para el 50% de la cartera hipotecaria emitida en los Estados Unidos.

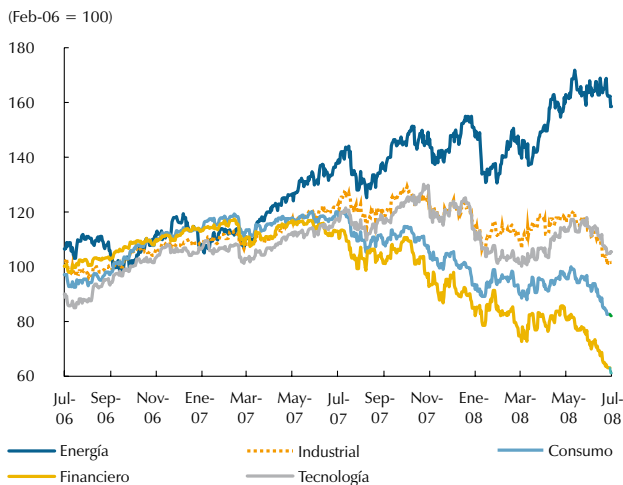
Gráfico 28
Mercado interbancario, tasas *libor* frente *T-bill* a tres meses



Fuentes: Reserva Federal de los Estados Unidos y Bloomberg.

A raíz de estos problemas han surgido de nuevo presiones de liquidez en el mercado interbancario de ese país, como lo registra el incremento del diferencial entre el costo del endeudamiento del Tesoro y de los bancos comerciales (Gráfico 28). Igualmente, se han producido descensos significativos en los índices accionarios, que ya no solo se circunscriben a las empresas financieras sino que también se extienden a las del sector real (excluyendo las de energía) (Gráfico 29). Estas reducciones se explican por los decrecientes resultados corporativos, en un contexto de incremento en los costos de los insumos, de crecientes restricciones al crédito y de caídas en la demanda.

Gráfico 29
Grupos industriales en los Estados Unidos
(índice de precios de las acciones MSCI)



Fuente: Bloomberg.

En cuanto al desempeño de los mercados financieros emergentes, estos se han visto afectados en grados diferentes por la desaceleración del crecimiento de los países industrializados³. Así mismo, como en el caso de los países más desarrollados, las presiones inflacionarias también han influenciado la postura de la mayoría de bancos centrales de países emergentes.

Una forma de analizar la respuesta de los activos de economías emergentes ante los choques actuales es por medio del comportamiento de los *credit default swaps* (CDS)⁴ soberanos. Para el caso de Latinoamérica, estos derivados de crédito sugieren un aumento en el riesgo sobre el cumplimiento de las obligaciones crediticias de dichos países, aunque aún sus niveles se mantienen bajos, comparados con anteriores eventos de estrés financiero como los presentados en 2004 (Gráfico 30).

3 Aspecto que se desarrollará en el capítulo siguiente.

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

Gráfico 30
Prima de riesgo para América Latina

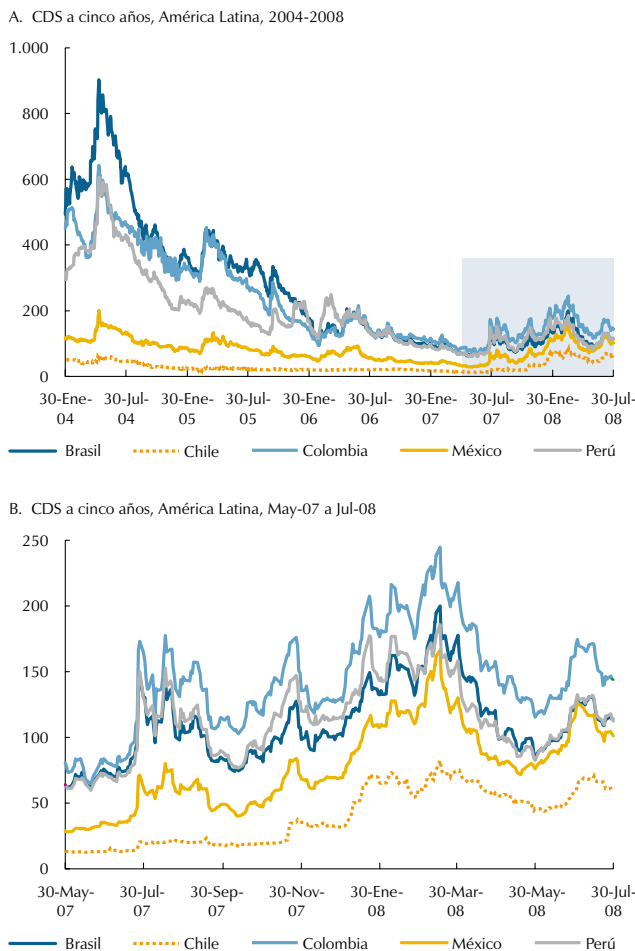
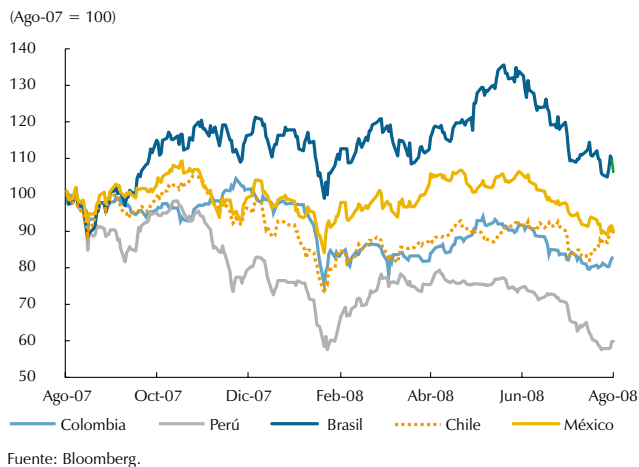


Gráfico 31
Mercado accionario en América Latina



Para el caso de Colombia, el incremento de la prima de riesgo soberano asociada con los CDS en el último año ha sido mayor que el registrado para otros países como Perú y Brasil. Este comportamiento puede ser explicado, en parte, por el otorgamiento a dichas economías del grado de inversión a la deuda externa de largo plazo en dólares, algo que no ha sucedido para la deuda colombiana. En el mercado de renta variable en Latinoamérica el comportamiento de las principales bolsas ha sido volátil y sin una tendencia definida (Gráfico 31). En Brasil y Perú se observan caídas fuertes entre abril y las primeras semanas de julio, pero después de alcanzar niveles máximos históricos en los anteriores trimestres.

Con respecto a las tasas de cambio frente al dólar, en los últimos meses se ha revertido parcialmente la tendencia hacia la apreciación observada en años recientes. Esto ha sido posible, en parte, gracias a la acumulación de reservas internacionales adelantada por varios bancos centrales de la región, como Chile, Perú y Colombia. A lo anterior también habría contribuido, según diversos analistas, la mayor incertidumbre que han generado otras acciones de los bancos centrales en materia de política cambiaria. Esta situación se ha reflejado en un incremento en la volatilidad de las cotizaciones.

No obstante, las monedas regionales continúan exhibiendo una fortaleza importante, lo cual sigue relacionado con los aumentos de los precios internacionales de las materias primas y su impacto sobre la inversión extranjera directa, así como con el debilitamiento global del dólar.

En el caso colombiano, el Banco de la República realizó compras de divisas durante lo corrido del año por US\$963 millones (m), de los cuales US\$513 m correspondieron a opciones para el control de la volatilidad y US\$450 m a opciones para acumulación de reservas. Adicionalmente, a finales de junio el Emisor anunció un nuevo mecanismo de intervención en el mercado cambiario, al determinar una acumulación diaria de US\$20 m a través de subastas de compra directa, que se llevarán a cabo en lo que resta del año⁵. En este contexto, la tasa de cambio frente al dólar en Colombia dejó de apreciarse desde mediados de

5 Por este mecanismo se comprarán US\$2.400 m entre julio y diciembre, con lo cual la adquisición total de divisas será cercana a US\$3.500 m en el año completo.

Gráfico 32
Tasas de cambio en América Latina frente al dólar



Fuente: Bloomberg.

junio, fluctuando alrededor de \$1.780 por dólar (Gráfico 32). Así, la apreciación nominal anual entre el promedio de diciembre de 2007 y el promedio de julio de este año ascendió a 13,1%.

B. VARIABLES FINANCIERAS INTERNAS

En un contexto de inflación objetivo, en el cual el instrumento de política monetaria es la tasa de interés de referencia del banco central, las demás variables financieras, tales como los agregados monetarios, el crédito y las tasas de interés de mercado, tienden a reflejar la postura de política monetaria de un banco central. En otras palabras, los incrementos (reducciones) en la tasa

de interés del Emisor afectan las tasas de interés de mercado y los agentes tienden a recomponer su portafolio de inversiones hacia aquellos activos de corto (largo) plazo con mejor rendimiento y a disminuir (aumentar) la demanda por crédito.

Es así como los dieciséis incrementos de 25 pb cada uno en la tasa de interés repo a un día, realizados por el Banco de la República desde abril de 2006, han generado varios efectos, tales como aumentos en las tasas de interés de mercado y la moderación en el crecimiento de los principales agregados monetarios y crediticios. No obstante, en el segundo trimestre del presente año, cuando la tasa de interés de referencia se mantuvo inalterada, las tasas activas y pasivas estuvieron relativamente estables, e inclusive disminuyeron en términos reales debido al aumento de la inflación. Por su parte, en el mismo período, la cartera continuó desacelerándose, aunque a un menor ritmo, mientras que el M3 ha presentado crecimientos anuales relativamente estables en niveles algo superiores al aumento del PIB nominal estimado para el presente año.

Para el tercer trimestre de 2008 es factible que tres hechos internos afecten el comportamiento de las variables financieras. En primer lugar, el aumento de la tasa de interés de referencia realizado en julio debería trasladarse a las tasas de captación y colocación de mercado. Otro factor es la reducción en la tasa de interés de usura decretado por la Superintendencia Financiera⁶, que le pondrá un límite menor a las tasas de interés de tarjetas de crédito⁷. Por último, la eliminación del encaje marginal y el aumento del ordinario, efectuado en coordinación con nuevas disposiciones sobre acumulación de reservas internacionales, pueden terminar generando una recomposición de los pasivos sujetos a encaje (PSE) del sistema financiero hacia aquellos de menor encaje.

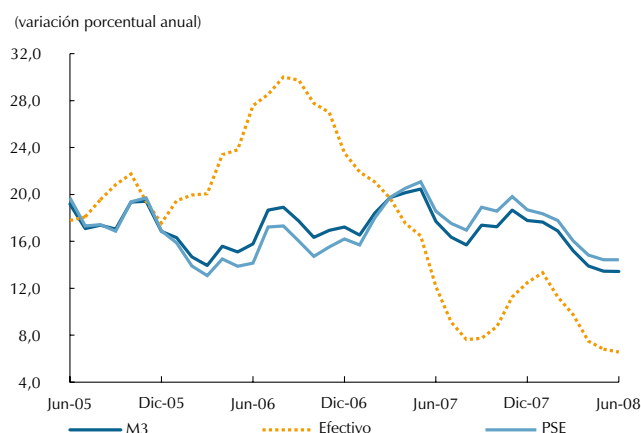
6 Dicha tasa de interés disminuirá 62 pb en el próximo trimestre de 32,88% a 32,27%. Circular Externa de la Superintendencia Financiera 1011 del 27 de junio de 2008.

7 Es posible que el nuevo límite no afecte la tasa de consumo, dado que en los últimos meses se ha ampliado el margen entre esta tasa y la de usura.

2. Agregados monetarios y depósitos

Entre enero y junio la base monetaria, que es la fuente de liquidez primaria de la economía, presentó una reducción de \$3.302 miles de millones (mm). A junio esto implicó un crecimiento anual de 15,1%, equivalente a 8,4% en términos reales. Las principales fuentes de contracción de la base monetaria durante el primer semestre fueron los mayores depósitos del Gobierno (\$5.331 mm), menores repo (\$837 mm) y ventas y vencimientos de TES (\$1.128 mm). Las anteriores operaciones fueron compensadas en parte por el mayor suministro de liquidez originado en las compras de divisas por parte del Emisor (\$1.851 mm) y en las transferencias de utilidades al Gobierno (\$1.415 mm)⁸.

Gráfico 33
Agregados monetarios y depósitos



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

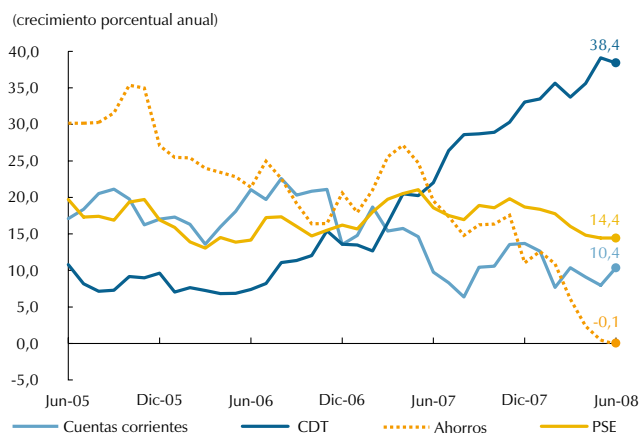
La demanda por efectivo, que responde a las decisiones de las personas y firmas sobre el monto de dinero para utilizar en sus transacciones comerciales, continuó desacelerándose y registró un crecimiento anual a junio de 6,8%, frente a 10,6% observado un año atrás (Gráfico 33). Factores como el incremento de las tasas de interés y de la inflación que generan un mayor costo de oportunidad de mantener dinero en efectivo, contribuyeron para que se presentara dicha desaceleración.

El otro componente de la base, la reserva bancaria, presentó un crecimiento anual a junio de 10,3%, después de hacerlo 16,6% un año atrás. Como ya se ha explicado en anteriores informes, desde mediados del año pasado la reserva se había acelerado como consecuencia, principalmente, de la imposición del encaje marginal; aunque en meses recientes el crecimiento se ha moderado.

Por su parte, los depósitos o PSE de los bancos, que en el último año han sido la principal fuente de financiación de las entidades de crédito, han mostrado una desaceleración, y presentaron en mayo y en junio un crecimiento anual de 14,4%, frente a 16,0% en marzo. De igual forma, como resultado del diferencial de encajes generado por la introducción del marginal (efectuado en mayo de 2007), las entidades financieras han sido más agresivas en captar recursos de menor encaje (CDT y bonos) en relación con los de mayor encaje (ahorro y cuentas corrientes). De esta forma, el incremento anual de los CDT alcanzó en junio 38,4%, y los depósitos de ahorro entraron en terreno negativo (-0,11%) (gráficos 33 y 34). Fue así como el comportamiento del efectivo y de los PSE marcó la tendencia del M3, que entre mayo y junio creció a la misma tasa anual (13,4%).

8 Otras operaciones expansionistas por \$729 mm estuvieron relacionadas con menores depósitos de endeudamiento, con inversiones de portafolio externo y con otros movimientos generados por el estado de resultados del Banco de la República.

Gráfico 34
Total de los depósitos y sus principales componentes



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

El 20 de junio del presente año la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió eliminar el encaje marginal y aumentar el ordinario con el propósito de compensar la liquidez permanente que se generaría por la decisión de acumular reservas internacionales en el segundo semestre (Cuadro 8). En efecto, con el objeto de reducir la vulnerabilidad externa del país, la JDBR decidió comprar US\$20 m diarios por medio de subastas competitivas hasta finales de año. También dispuso suspender las compras mensuales por US\$150 m mediante subastas de opciones.

Cuadro 8
Modificación del encaje (porcentaje)

	Encaje actual		Encaje vigente a partir de septiembre de 2008	
	Ordinario	Marginal	Ordinario	Marginal
Cuentas corrientes	8,3	27,0	11,5	0,0
Ahorros	8,3	27,0	11,5	0,0
Otros depósitos a la vista	8,3	27,0	11,5	0,0
CDT menores a 18 meses	2,5	5,0	6,0	0,0
Bonos menores a 18 meses	2,5	5,0	6,0	0,0
CDT mayores a 18 meses	0,0	0,0	0,0	0,0
Bonos mayores a 18 meses	0,0	0,0	0,0	0,0

Fuente: Banco de la República.

3. Crédito

En el último trimestre continuó la moderación de la cartera en moneda nacional. La tasa de crecimiento anual a junio (19,6%) fue menor en 2,3 pp frente a marzo. No obstante, como se señaló en el informe anterior, la tendencia hacia el menor ritmo de crecimiento se ha hecho menos pronunciada (Cuadro 9).

Cuadro 9
Cartera bruta total con *leasing*

	Variación anual	Cambio (puntos básicos)
Mar-07	37,21	114
Jun-07	32,89	(432)
Sep-07	28,16	(472)
Dic-07	24,61	(355)
Mar-08	21,88	(273)
Jun-08	19,57	(231)

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

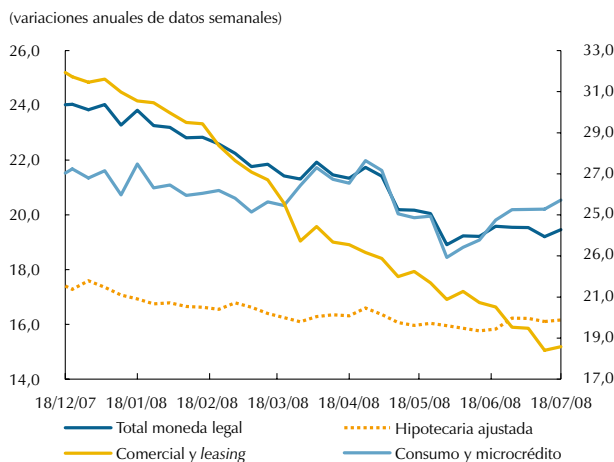
Por tipo de crédito se sigue destacando la reducción de la tasa de crecimiento de los préstamos con destino al consumo, con una tasa a junio de 20,6%, menor en 5,5 pp que la presentada un trimestre atrás. La cartera comercial también se desaceleró en el trimestre, pero a un menor ritmo, y presentó un crecimiento anual de 19,7%. La cartera hipotecaria, por su parte, pareciera estabilizarse en aumentos anuales de 16% (Cuadro 10).

Cuadro 10
Cartera en moneda nacional por destino

	Consumo y microcrédito		Comercial y leasing		Hipotecaria	
	Variación anual	Cambio (puntos básicos)	Variación anual	Cambio (puntos básicos)	Variación anual	Cambio (puntos básicos)
Mar-07	47,02	(105)	38,08	77	13,49	488
Jun-07	44,27	(275)	30,83	(724)	17,25	376
Sep-07	39,41	(487)	24,67	(616)	19,04	178
Dic-07	32,56	(685)	22,12	(255)	17,73	(130)
Mar-08	26,14	(642)	20,74	(138)	16,74	(100)
Jun-08	20,64	(550)	19,67	(107)	16,12	(62)

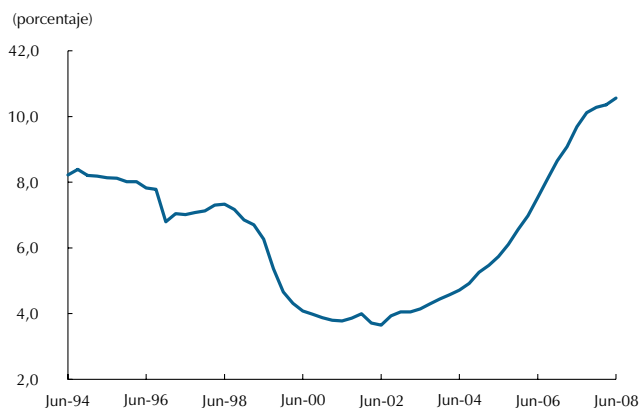
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 35
Cartera bruta con leasing en moneda nacional



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

Gráfico 36
Cartera de consumo y microcrédito sobre PIB



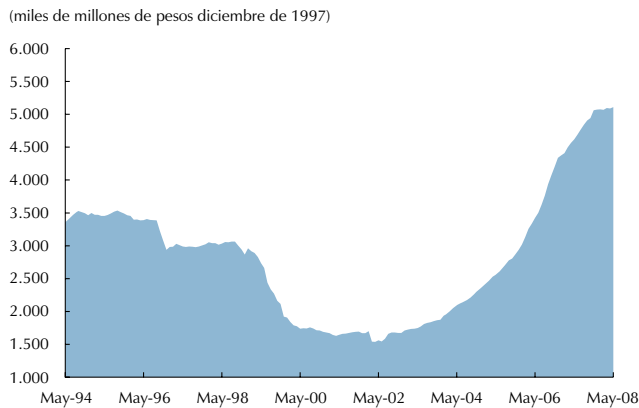
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

La información más reciente, que incluye las dos primeras semanas de julio, sugiere que el proceso de desaceleración de la cartera bruta total podría interrumpirse, sobre todo, a juzgar por lo acontecido con las carteras comercial e hipotecaria. En particular, la cartera comercial acumuló seis semanas de aceleración, lo que elevó su tasa anual de 18,4% a 20,5%; este comportamiento también se observó en el crédito hipotecario desde mediados de junio, al incrementar su tasa de 15,8% a 16,2%. La cartera de consumo, por su parte, se sostuvo en tasas de crecimiento de 19,0%. El resultado de estas tendencias ha sido una ligera aceleración de la cartera bruta total, cuyo crecimiento anual fue de 19,5% a mediados de julio, frente al 19% de finales de mayo (Gráfico 35).

Diferentes ejercicios econométricos, en donde se extrae la tendencia de la cartera bruta total, sugieren que esta variable puede estabilizarse en crecimientos anuales cercanos a 18% hacia el segundo semestre. Cuando se supone que los diferentes tipos de crédito mantendrían durante el resto del año el mismo ritmo de desembolsos observado durante el segundo trimestre, se obtiene una cifra similar (18%). En particular, para la cartera de consumo el crecimiento sería de 16,5%.

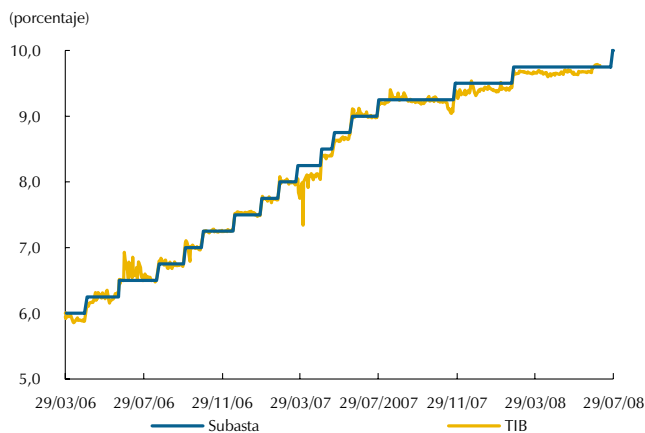
Por último, en este informe una vez más sobresalen los altos niveles de financiamiento del consumo. El saldo de la cartera de consumo representa 10,6% del PIB, cifra superior en 2,2 pp a la participación más alta observada en la década pasada, cuando se tuvo una expansión significativa de crédito (Gráfico 36). Por su parte, el crédito de consumo relativo al número de ocupados exhibe un nivel

Gráfico 37
Cartera real de consumo y microcrédito per cápita según ocupados



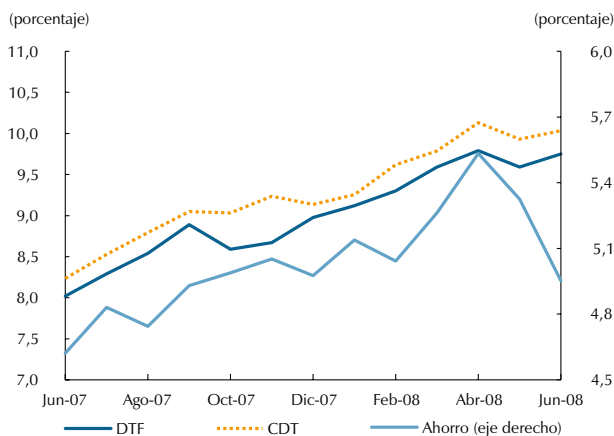
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 38
Tasa de interés de subasta de expansión del Banco de la República y tasa de interés interbancaria (TIB), 2006-2008 a/



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles. El último dato corresponde al 29 de julio de 2008.
 Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 39
CDT, DTF y ahorro



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

de endeudamiento superior (en un 70%) al mayor registro de los años precrisis de los noventa (Gráfico 37). Estos niveles de endeudamiento están presentándose junto con el incremento en los niveles de morosidad, los cuales ascendieron a 7,1% de la cartera de consumo colocada en abril, frente a 5,0% un año atrás.

3. Tasas de interés

En el segundo trimestre de 2008 la tasa de intervención del Banco de la República se mantuvo inalterada en 9,75% y, posteriormente, el 25 de julio la JD BR decidió aplicar un nuevo incremento de 25 pb y la situó en 10%. Con este último aumento se acumularon 400 pb de alzas desde el cambio de la postura de la política monetaria, iniciado en abril de 2006⁹.

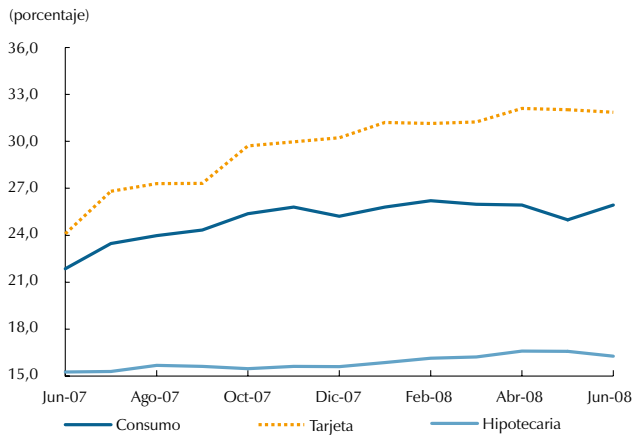
Como era de esperarse, la tasa interbancaria (TIB) ha seguido en magnitud, grado y pausa la senda de la tasa de política, acumulando una variación similar a la tasa de referencia (Gráfico 38). Con respecto a las tasas pasivas y activas del sistema bancario, éstas se mantuvieron relativamente estables en el último trimestre y, en términos reales, descendieron debido al aumento de la inflación.

En abril las tasas de interés pasivas promedio mensual alcanzaron su mayor nivel en el año: total captación de CDT, 10,13%, DTF, 9,79% y depósitos de ahorro, 5,53%. Entre mayo y junio las dos primeras fluctuaron en torno de estos niveles, con una volatilidad promedio de 18 pb y 15 pb, respectivamente; en tanto que en el mismo período la tasa de interés de depósitos de ahorro acumuló un descenso de 58 pb (Gráfico 39).

Con respecto a las tasas activas, algunas registraron sus mayores niveles del año en marzo y otras en abril: tarjeta de crédito, 32,11% (abril), crédito de consumo, 25,98% (marzo), crédito ordinario, 17,78% (abril), crédito hipotecario, 16,59% (abril), crédito preferencial, 14,69% (marzo) y crédito de tesorería, 13,64%

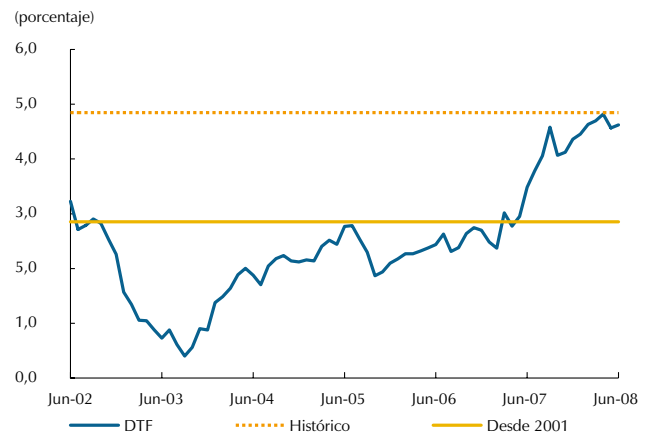
9 Se han realizado dieciséis ajustes de 25 puntos cada uno.

Gráfico 40
Tasa de interés de la cartera para los hogares



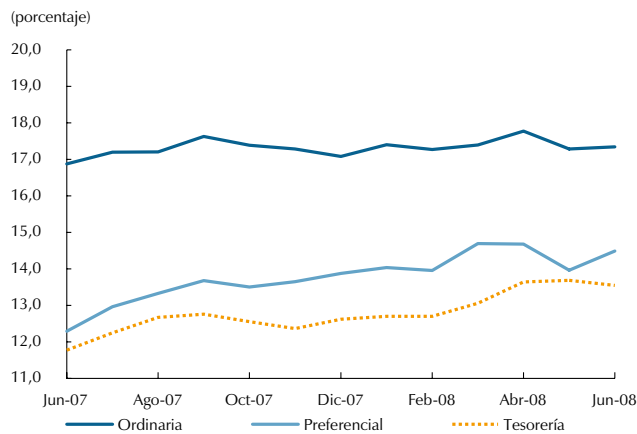
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 42
DTF real



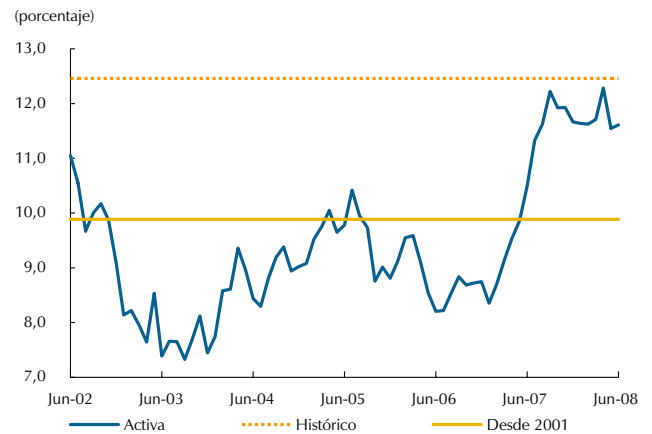
Nota: deflactado con el IPC sin alimentos.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 41
Tasa de interés de la cartera comercial



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

Gráfico 43
Tasas de interés pasivas y tasa de interés



Nota: deflactado con el IPC sin alimentos.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

(abril). Las mayores volatilidades las presentaron la tasa de consumo (64 pb) y del crédito preferencial (42 pb) (gráficos 40 y 41).

La relativa estabilidad de las tasas nominales de interés activas y pasivas de los últimos tres meses y el aumento de la inflación en el mismo período condujeron a una caída en las tasas reales. Entre abril y junio la tasa activa promedio calculada por el Banco de la República¹⁰ descendió 67 pb (de 12,29% a 11,61%), y se ubicó por debajo de su promedio histórico calculado desde 1986 (12,42%). Una situación similar ocurrió con la DTF, que disminuyó 20 pb en los meses mencionados (de 4,82% a 4,62%) y también se situó por debajo de su promedio (4,85%) (gráficos 42 y 43).

10 Incluye los créditos comercial y de consumo. Del primero hacen parte los créditos ordinario, preferencial y de tesorería. Éste último ponderado por 1/5 de su valor dada su mayor rotación.

III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

Las perspectivas de la economía mundial, para lo que resta del año y para 2009, se siguen deteriorando, y esto podría seguir acompañado de presiones inflacionarias.

Es probable que la economía de los Estados Unidos entre en una fase de crecimiento muy baja durante el segundo semestre de 2008, que se extendería a 2009.

En 2008, la desaceleración de la economía colombiana sería más marcada que la proyectada en informes anteriores; no obstante los términos de intercambio continuarán siendo relativamente altos.

La aceleración en las expectativas de inflación constituye el principal riesgo sobre el cumplimiento futuro de las metas de inflación del Banco de la República.

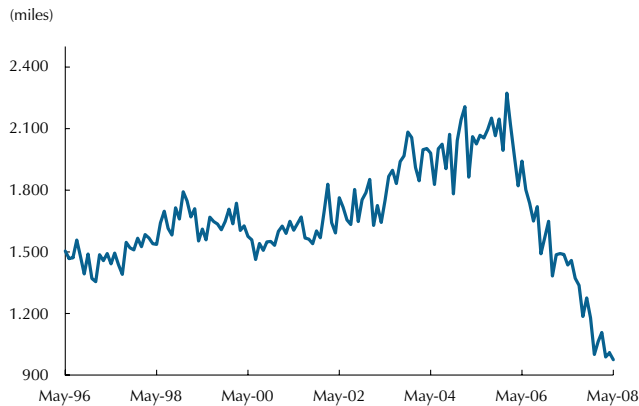
A. CONTEXTO INTERNACIONAL

Durante 2008 la economía mundial ha mostrado signos de debilitamiento. La tendencia hacia un menor crecimiento, que desde comienzos de año se observa en los Estados Unidos, recientemente se ha ido extendiendo a otras economías importantes, con una intensidad más fuerte que la prevista en informes anteriores.

El menor ritmo de crecimiento mundial podría ser explicado por dos factores: a) uno de demanda, asociado con la pérdida de confianza en los Estados Unidos, con las fuertes restricciones crediticias (similares a un credit crunch), con las crisis hipotecarias en varios países, con la caída en la riqueza y, en general, con un debilitamiento del consumo en las economías desarrolladas, y b) uno de oferta, por los altos precios de los commodities, especialmente el petróleo, que parecen ser

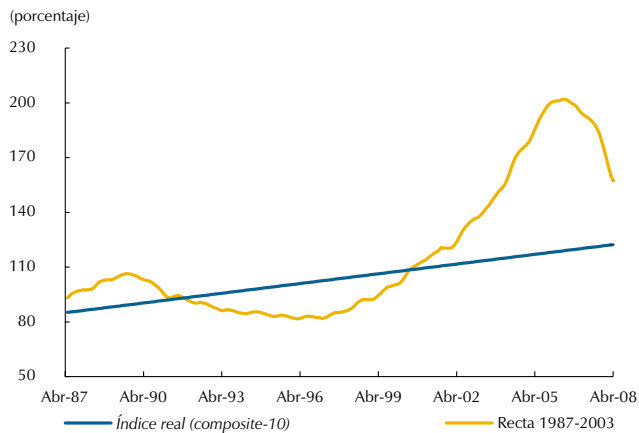
La tendencia hacia un menor crecimiento que se observó inicialmente en los Estados Unidos, se ha ido extendiendo a otras economías desarrolladas, en particular Europa.

Gráfico 44
Permisos de iniciación y construcción de vivienda en los Estados Unidos



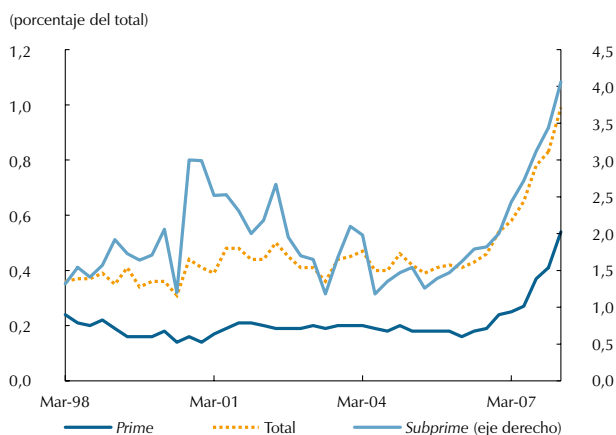
Fuente: Datastream.

Gráfico 45
Índice real del precio de la vivienda (S&P)



Fuente: Datastream; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 46
Foreclosures-embargos



Fuente: Datastream.

duraderos y que podrían equivaler a un choque permanente de oferta (un menor crecimiento potencial).

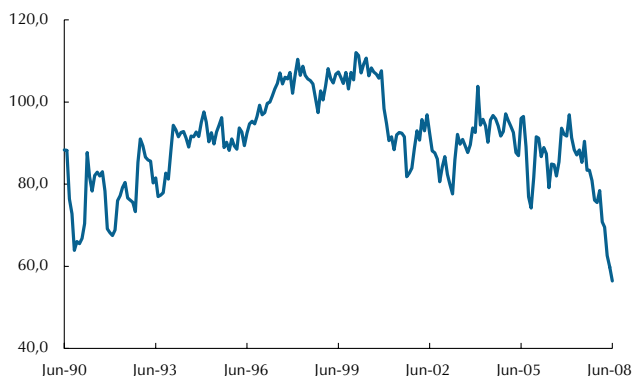
En los Estados Unidos, específicamente, durante los últimos meses los indicadores laborales continuaron debilitándose. En junio y julio el empleo continuó cayendo, lo cual señala que la actividad productiva se encontraría en una situación muy frágil. Simultáneamente, el sector de vivienda no muestra indicios de recuperación y, por el contrario, su situación podría estarse deteriorando aún más. Los permisos de construcción e iniciación de casas continúan disminuyendo y los inventarios de vivienda han aumentado, lo que puede seguir deteriorando los precios de estos activos en los próximos trimestres (gráficos 44 y 45).

Adicionalmente, se ha observado un importante incremento en la morosidad que, aunque se inició originalmente en la cartera subprime, se ha venido extendiendo hacia préstamos de mayor calidad. De esta manera, se ha presentado un continuo aumento de los embargos de vivienda por parte de los bancos (*foreclosures*), lo cual ha repercutido en el desempeño de las entidades financieras (como se mencionó en el capítulo II del presente informe) (Gráfico 46).

Con respecto a las cifras de industria y comercio, para la economía estadounidense se sigue presentando un pobre desempeño de estos sectores, con una alta probabilidad de contracción. Por otro lado, la percepción de los consumidores sobre su situación económica —tanto la actual como la esperada— se ha resentido, ubicándose en niveles históricamente bajos (Gráfico 47).

Ante este escenario, y dada la posibilidad de que la actual expansión del consumo de los hogares en los Estados Unidos sea temporal y obedezca a los estímulos fiscales, el presente informe no presenta modificaciones en el pronóstico de crecimiento de dicho país. En general se sigue considerando que la principal economía mundial ha entrado en un período de bajo crecimiento que puede extenderse por varios trimestres y que conllevará a una expansión de solo 0,8% para 2008 (igual a la considerada en los informes anteriores) y de 1,0% para 2009.

Gráfico 47
Índice de sentimiento del consumidor-Michigan



a/ Las cifras corresponden a datos de días hábiles; el último dato corresponde al 29 de julio de 2008.

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

Cuadro 11
Evolución de los pronósticos de crecimiento real de nuestros socios comerciales

	Observado			Proyecciones	
	2005	2006	2007	2008	2009
Principales socios					
Estados Unidos	3,1	2,9	2,2	0,8	1,0
Zona del euro	1,6	2,8	2,6	1,7	1,5
Venezuela	10,3	10,3	8,6	5,8	4,0
Ecuador	6,0	3,9	2,0	2,5	2,5
Otros socios					
Japón	1,9	2,4	2,1	1,4	1,5
China	9,9	10,4	11,2	10,0	9,5
Perú	6,6	7,6	9,0	7,8	6,5
México	3,2	4,8	3,2	2,6	3,1
Chile	5,6	4,3	5,1	4,0	4,6
Argentina	9,2	8,5	8,7	6,3	4,3
Brasil	3,2	3,8	5,4	4,8	3,9
Bolivia	4,4	4,8	4,6	4,6	4,5
Países desarrollados	2,6	3,0	2,7	1,6	1,4
Países en desarrollo	7,1	7,9	8,0	7,0	6,8
Total mundial	4,4	5,1	5,0	4,0	3,9

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

Además de los Estados Unidos, otras economías desarrolladas y emergentes han registrado una pérdida en su dinamismo económico. El caso más evidente es el de Europa, en donde ya se observa un deterioro importante en la confianza de los consumidores y empresarios. En algunos países emergentes de la región como Venezuela, Ecuador, Chile y México también se observó una desaceleración para el primer trimestre. A pesar de ello, la tasa de crecimiento para la región en su conjunto continúa siendo relativamente alta.

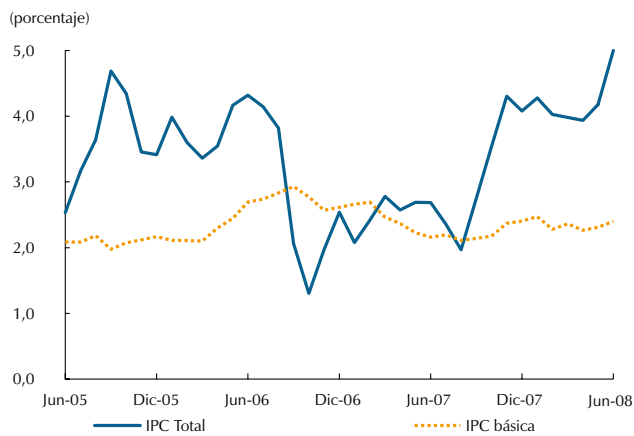
Para Venezuela, en particular, el crecimiento del primer trimestre fue de 4,8%, reduciéndose frente al observado en 2007 (8,5%). La demanda interna perdió impulso debido a una fuerte desaceleración del consumo y la inversión privada, por lo que en nuestras proyecciones se prevé un crecimiento de 5,8% para 2008 y de 4,0% para 2009. Dicho resultado dependerá en gran medida del comportamiento futuro de los precios del petróleo. Para el caso de Ecuador, nuestros pronósticos para 2008 se mantienen relativamente estables frente al informe anterior, estimándose en 2,5%. Como se ha mencionado en ocasiones anteriores, nuestras exportaciones hacia estos destinos continuarán dependiendo más del comportamiento de la demanda interna que del PIB.

En general, las complicaciones del panorama económico en los Estados Unidos implicarán un menor crecimiento de otras economías desarrolladas frente a lo que se tenía previsto. Así mismo, el riesgo de que se presente un deterioro en el desempeño de las economías emergentes es hoy en día mayor que el esperado en informes anteriores (Cuadro 11).

No obstante el menor dinamismo de la economía estadounidense y de otros países, los precios internacionales de los commodities, en particular del petróleo, continuaron en niveles muy altos, lo que siguió impulsando la inflación. En los Estados Unidos, por ejemplo, la inflación total al consumidor continuó aumentando y en junio se situó en 5%, por encima de las expectativas de los analistas, quienes esperaban una cifra cercana al 4,5% (Gráfico 48).

En los próximos meses se espera que los precios de los commodities se mantengan en niveles altos, aunque

Gráfico 48
Inflación anual al consumidor en los Estados Unidos



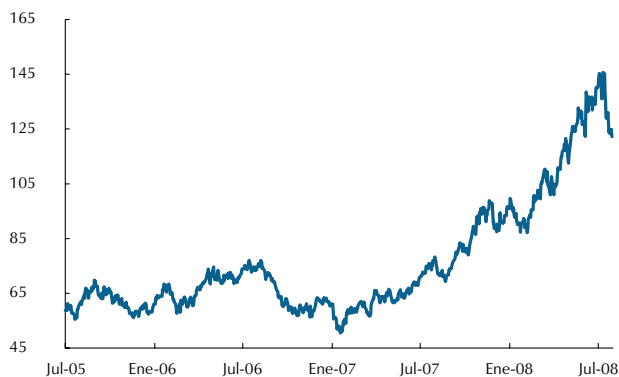
Fuente: Datastream.

Gráfico 49
Índice de precios del total de *commodities*, sin petróleo (WCF)



Fuente: Economist Intelligence Unit

Gráfico 50
Precio del petróleo (WTI)
Bolsa de Nueva York



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

no se descartan algunas reducciones en caso de que la debilidad de la demanda mundial se acentúe. Según The Economist Intelligence Unit, para la segunda mitad del año se espera que los precios de los productos básicos sin energía continúen mostrando registros similares a los observados, en promedio, durante el primer semestre. Así, se prevé que estos precios solo empiecen a descender a partir del próximo año, siempre y cuando se verifique el debilitamiento de la demanda mundial (Gráfico 49).

Aunque detrás de los aumentos recientes parecen haber algunos comportamientos especulativos, es probable que factores fundamentales, relacionados con el balance entre oferta y demanda, estén influyendo bastante a la hora de explicar el auge de estos precios. Mientras la demanda mundial ha crecido de manera importante en los últimos años, la oferta, sobre todo en el caso del petróleo, ha tendido a estancarse. Esto último por razones diversas, dentro de las que sobresale la poca respuesta de la inversión real a los aumentos de precios, por lo menos hasta 2006. Esto ha significado inventarios bajos en petróleo y en alimentos, lo que ha aumentado la volatilidad de los precios en medio de una tendencia ascendente (Gráfico 50).

En esas condiciones, un retroceso significativo de los precios de las materias primas y del petróleo quizá sea posible solo si se presenta una desaceleración fuerte en la demanda mundial, más allá de la prevista por el mercado. De esta manera nuestras proyecciones prevén que el precio promedio del petróleo exportado por Colombia se ubicaría en US\$118,3 para 2008¹¹ un nivel superior que el previsto en el informe de marzo. Para el carbón también se espera un precio promedio en 2008 un poco mayor que el esperado hace tres meses (Cuadro 12).

En términos de política monetaria para los Estados Unidos y otras economías desarrolladas y emergentes, lo anterior podría significar que el costo de atacar de la

11 Esto supone un precio para el petróleo WTI de US\$125 por barril en promedio para 2008.

INFLACIÓN, TASAS DE INTERÉS Y CRECIMIENTO ECONÓMICO EN ALGUNOS PAÍSES DESARROLLADOS Y EMERGENTES

Como se observa en el Cuadro A, en varios países desarrollados y emergentes el ritmo de expansión económica ha perdido impulso y ahora se espera para 2008 un crecimiento inferior al exhibido en el promedio de los últimos cuatro años¹. A pesar de ello, en los últimos trimestres se han venido reportando incrementos importantes en el nivel de precios internacionales de los alimentos y materias primas, que no sólo se circunscriben a ajustes en precios relativos sino que también han implicado un ascenso de la inflación total. En dicho cuadro se muestra el fuerte aumento de los precios de los alimentos en lo corrido de 2008 tanto para países en desarrollo como desarrollados y las consecuentes dinámicas sobre los indicadores de inflación al consumidor: el resultado ha sido un incumplimiento de las metas de precios en diversos países que operan con el esquema de inflación objetivo. Esto, a su vez, ha incrementado las expectativas de inflación de corto plazo, aspecto usual en escenarios de volatilidad de precios, pero también ha afectado

las expectativas de mayor plazo², ubicándolas por encima de las metas.

La anterior situación indica un cambio en el balance de riesgos para muchos bancos centrales, inclinados ahora hacia el riesgo inflacionario. De esta manera, la mayoría de autoridades monetarias han restringido la liquidez, incrementando sus tasas de referencia o por lo menos suspendiendo las reducciones. Este último es el caso de los Estados Unidos, el Reino Unido y Canadá, países en donde la actividad económica ha disminuido de manera significativa.

A pesar de los esfuerzos en materia de política monetaria, las tasas de interés reales de referencia en todas las economías consideradas han caído (Cuadro A), y en algunos países se encuentran en niveles cercanos a cero o negativos. Por lo anterior, no se descartan incrementos en dichas tasas a nivel global en los próximos trimestres.

Cuadro A
Inflación, tasas de interés reales y crecimiento económico en algunos países.

Países	Meta ^{a/}	Inflación						Tasa real del BC ^{c/}		Crecimiento económico				
		2007 (Dic)		2008 (Jun)				Jun-08	Promedio 2006-08	Promedio 2004-2007	Proyecciones 2008 ^{b/}			
		Alimentos	Total	Alimentos	Total	Expectativas 2008 ^{b/}	Expectativas 2009 ^{b/}							
EE.UU.	n.a.	4,8	4,1	5,2	5,0	4,3	2,8	-2,2	d/	1,3	2,6	1,5		
Zona del euro	<2	4,8	3,1	6,4	d/	4,0	3,6	0,2	d/	1,1	2,3	1,7		
Canadá	2,0 (+/-1)	1,6	2,4	1,9	d/	3,1	2,4	0,8	d/	2,1	2,9	1,2		
Colombia	4,0 (+/-0,5)	8,5	5,7	12,0	7,2	6,2	4,9	2,6	2,9	6,0	5,0			
Brasil	4,5 (+/-2)	10,8	4,5	15,8	6,1	6,5	5,0	6,2	9,0	4,5	4,4			
Chile	3,0 (+/-1)	15,2	7,8	19,5	9,5	7,4	4,5	-2,8	0,6	5,3	4,2			
Venezuela	n.a.	30,9	22,5	49,6	32,2	30,5	28,5	-11,5	-1,3	11,8	6,1			
México	3,0 (+/-1)	6,0	3,8	9,3	5,3	4,9	3,9	2,5	3,4	3,8	2,5			
Perú	2,0 (+/-1)	6,0	3,9	9,8	5,7	5,3	4,4	0,0	2,1	7,1	7,7			
Israel	2,0 (+/-1)	6,3	3,4	13,4	4,8	4,0	2,6	-1,9	d/	2,6	5,5	3,5		
Sudáfrica	4,5 (+/-1,5)	13,5	9,0	17,0	d/	11,7	d/	9,6	6,6	-0,2	d/	2,4	5,1	3,7
Turquía	4,0 (+/-2)	12,0	8,4	14,0	10,6	10,5	8,2	5,6	7,0	7,2	3,8			
Indonesia	4,5 (+/-1)	11,3	6,6	19,1	11,0	10,1	7,9	-2,1	d/	-2,7	5,6	5,8		

a/ Meta para 2007 y 2008.

b/ Fuente Bloomberg. El resto de la información es obtenida de las páginas electrónicas de cada banco central.

c/ Tasa nominal deflactada con la inflación total.

d/ Dato mayo de 2008.

1 Se debe anotar que en dicho período el mundo creció, en términos reales, a las tasas más elevadas que se han observado desde la primera mitad de los años setenta.

2 Así mismo, se ha incrementado el riesgo sobre los efectos de segunda vuelta que origine este panorama inflacionario.

Cuadro 12
Precios internacionales

Producto	2005	2006	2007	Proyección para 2008	
				Actual ^{a/}	Anterior ^{b/}
Café (ex dock) (dólares por libra)	1,2	1,2	1,3	1,4	1,4
Petróleo (dólares por barril) ^{c/}	49,8	58,3	66,2	118,3	90,2
Carbón (dólares por tonelada)	47,8	48,0	50,8	73,2	69,6
Ferróníquel (dólares por libra)	2,4	3,6	5,5	3,7	4,2
Oro (dólares por onza troy)	445,0	604,6	696,9	911,7	960,4

a/ Balanza de pagos estimada en julio de 2008.

b/ Balanza de pagos estimada en abril de 2008.

c/ Precio promedio de crudos exportados por Colombia que supone un precio promedio WTI de US\$125 en 2008.

Fuente: Banco de la República.

inflación puede estar aumentando. En vista de ello, no se descarta un incremento de las tasas de interés de referencia por parte de la Fed hacia finales de año, a pesar del alto riesgo que enfrenta este país en materia de crecimiento. Cuando se redactaba este informe el mercado de futuros de tasas de interés asignaba una probabilidad relativamente alta (50%) a un incremento de 25 pb en las tasas de la Fed para diciembre de 2008. No obstante, la probabilidad de mantener las tasas inalteradas a lo largo del año se ha aumentado recientemente con el surgimiento de noticias que anuncian el continuo deterioro de la economía estadounidense.

En cuanto a los bancos centrales de economías emergentes, es posible que efectúen aumentos en sus tasas de referencia. A la fecha ya varios países de la región, como Brasil, Chile, Perú, México y Colombia, han realizado ajustes en esta dirección. En el caso del Banco Central Europeo no se esperan reducciones. Cabe señalar que sus tasas se encuentran en 4,25%, un nivel relativamente alto dadas las señales de debilitamiento económico.

En síntesis, para este informe nuestro escenario central sigue contemplando una desaceleración moderada de la economía estadounidense junto con otras economías desarrolladas. Por otro lado, se espera un menor crecimiento para varias economías emergentes, algunas de las cuales son importantes socios comerciales de Colombia. Pese a lo anterior, en este informe se considera que los riesgos inflacionarios han aumentado a nivel mundial. Es importante seguir evaluando el comportamiento de economías como India y China, las cuales se han convertido en grandes fuentes de demanda de materias primas a nivel mundial.

B. BALANZA DE PAGOS

Las previsiones para el balance externo de Colombia mejoraron en este informe frente al de marzo, gracias al aumento registrado en los precios internacionales de productos básicos exportados durante el primer semestre del año. De hecho, las cifras observadas muestran una importante corrección en el déficit en cuenta corriente para el primer trimestre, el cual fue de 2,4% del PIB, frente a 5,1% en

Dado el buen desempeño del sector externo en la primera parte del año se proyecta un déficit en cuenta corriente alrededor de 2,3% del PIB en 2008.

igual lapso de 2007. En lo que resta del año, los mejores términos de intercambio podrían compensar una menor demanda externa relacionada con la caída del crecimiento de nuestros socios comerciales, principalmente en los Estados Unidos. Todos estos factores son tenidos en cuenta en la elaboración de las proyecciones de los principales rubros de la balanza de pagos.

Se calcula que en 2008 los ingresos en dólares por exportaciones de bienes del país podrían aumentar cerca de 36% en términos anuales, en tanto que las importaciones lo harían a una tasa cercana al 24%. El crecimiento de las importaciones estaría asociado tanto con los proyectos de inversión (parte de los cuales iniciaron el año anterior), como con las compras de armas y equipo militar, que alcanzarían un valor equivalente a 0,6% del PIB¹².

Con todo lo anterior, y teniendo en cuenta la incertidumbre sobre la magnitud de la desaceleración en los Estados Unidos y sus posibles efectos sobre el crecimiento mundial y sobre los precios internacionales de los productos básicos, se proyecta que en 2008 el déficit en cuenta corriente del país podría estar alrededor de 2,3% del PIB.

Con respecto a los flujos de capital, el escenario central del Emisor supone que las decisiones de los inversionistas extranjeros sobre los proyectos en marcha no se verán afectadas por la incertidumbre sobre la recesión en los Estados Unidos. Así, se espera que los flujos de inversión extranjera directa (IED) alcancen niveles similares a los del año 2007.

Escenarios de riesgo sobre el desempeño de la cuenta corriente del país estarían dados, por una parte, por la evolución de los precios internacionales del crudo, los cuales, si bien se podrían mantener en niveles elevados, han mostrado bastante volatilidad en meses recientes; y por otra, por lo que suceda con la demanda externa de los productos colombianos, concretamente por parte de Venezuela y los Estados Unidos. En especial, en los cuatro primeros meses del año las ventas a Venezuela exhibieron una desaceleración, aunque aún se observan tasas altas de crecimiento (55,8%), mientras que a los Estados Unidos se han recuperado de forma que su tasa de crecimiento anual es de 53,6%, sin considerar Puerto Rico.

C. CRECIMIENTO INTERNO

Como se mencionó en el capítulo I, la introducción de la nueva base (año 2000) para cuentas nacionales del DANE implicó una revisión importante de los registros del crecimiento del PIB para lo corrido de la década. En 2007, por ejemplo, la economía creció 8,2%, superior a lo reportado un trimestre atrás con la base anterior (año 1994). Esta revisión conllevó también un cambio en las tendencias

12 Excluyendo las compras de equipo militar, el crecimiento de las importaciones sería de 21,6%.

Gráfico 51
Muestra mensual de manufactura-datos promedio del trimestre

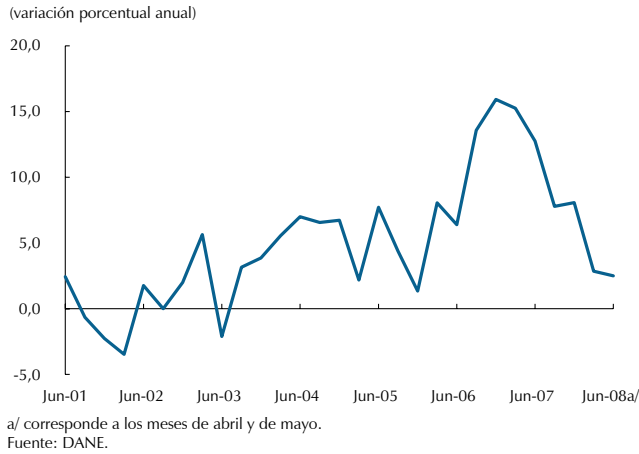
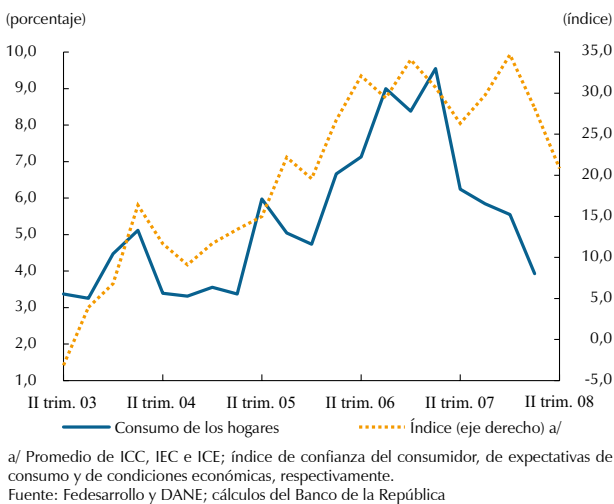


Gráfico 52
Muestra de comercio al por menor-datos promedio del trimestre



Gráfico 53
Consumo de los hogares y encuesta de consumo de Fedesarrollo



de algunos agregados, principalmente del consumo de los hogares. Incluso, las nuevas dinámicas y la mayor expansión del producto en 2007 afectaron los pronósticos para 2008.

Durante el segundo trimestre algunos indicadores reales disponibles sugieren un ritmo de expansión levemente inferior al registrado en el primer trimestre. Para el caso de la industria, la información del DANE muestra una tasa de expansión para el promedio de abril y mayo de 2,5%, frente a un registro de 2,9% en el primer trimestre, y una clara desaceleración frente a la información de mediados de 2007 (12,7%) (Gráfico 51). Igual ocurre con la muestra mensual del comercio al por menor, que registra una variación anual de 0,4% para el promedio de abril y mayo, versus una de 2,8% en el primer trimestre (Gráfico 52).

Por el lado de la demanda, el indicador de consumo de Fedesarrollo también registró una caída en el segundo trimestre, principalmente por el comportamiento de las expectativas sobre la situación económica, y en menor medida por una reducción en la disposición a comprar bienes durables y semidurables (Gráfico 53). Con la nueva información del DANE este indicador ha perdido parte de la relación que se observaba con el consumo de los hogares.

Teniendo en cuenta lo anterior, en este informe se contempla una reducción en la proyección del crecimiento del segundo trimestre y de todo 2008 frente a lo estimado hace tres meses. El menor crecimiento se fundamenta en un consumo más débil de los hogares, en un ajuste fiscal anunciado recientemente para el segundo semestre y en un comportamiento menos favorable de las exportaciones. Se espera que los factores que han moderado el crecimiento en lo corrido del año sigan vigentes, así:

- Las acciones de política tomadas por el Banco de la República en los últimos dos años deben permitir, para lo que resta de 2008, un crecimiento moderado del crédito y del gasto privado. En el caso del crédito de consumo, como se menciona en el capítulo II, se espera una tasa inferior a la de 2007 (de alrededor de 16,5% en términos nominales).

En este Informe se contempla una reducción en las proyecciones de crecimiento de la economía colombiana para 2008, el cual se situaría entre 3,3% y 5,3%.

- El debilitamiento del crecimiento mundial, principalmente de las economías desarrolladas y varias emergentes, puede repercutir en un menor ritmo de expansión de nuestras exportaciones reales, sobre todo de las no tradicionales. Las tradicionales también podrían estar afectadas por reducciones en los precios, aunque éstas, de ocurrir, serían moderadas y se reflejarían en las cifras de finales de año.
- La disminución de las perspectivas de crecimiento de la economía venezolana llega en un ambiente de precios del petróleo elevados, por lo que puede obedecer a un choque más estructural y permanente. A ello se suman las restricciones comerciales en algunos sectores, como automóviles, que continuarán en lo que resta del año.
- El aumento de los precios de los alimentos y regulados, el cual seguiría afectando el ingreso disponible de los hogares, manteniendo un ritmo de expansión del consumo privado menor que el observado en los dos años anteriores. En el primer trimestre, este factor tuvo un impacto mayor que el contemplado en los informes anteriores, en buena parte por que los precios aumentaron más de lo previsto.
- La inversión pública mantendrá un dinamismo bajo mientras se ponen en marcha los planes de desarrollo local y regional. Esta situación puede extenderse hasta bien entrado el segundo semestre.

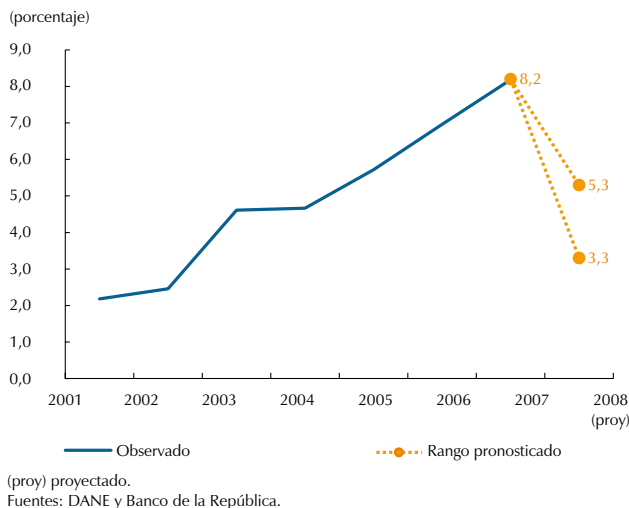
Varios de estos factores, que se identificaron en el capítulo I al explicar el menor crecimiento del primer trimestre, no fueron considerados plenamente en los informes anteriores. En esa oportunidad se supuso que el desempeño económico colombiano en 2008 estaría determinado, en buena medida, por la evolución del contexto externo y por el ajuste de la política monetaria interna. Sin embargo, lo sucedido en el primero y segundo trimestres sugiere que el crecimiento también estará afectado por otros choques de origen interno sobre la oferta y la demanda, ajenos a la política monetaria, y que estarían presentes en lo que resta del año. Su inclusión en las actuales perspectivas ha implicado una reducción de las proyecciones de crecimiento para todo 2008.

Teniendo en cuenta lo anterior, en este informe se consideraron tres escenarios para pronosticar el crecimiento de Colombia en 2008. Ellos dependen de diferentes elementos en materia del desempeño de la inversión pública y de las exportaciones.

En particular, la incertidumbre que rodea la inversión pública en 2008 es elevada. En 2004, último año cuando se realizó el cambio de gobiernos locales y regionales, la inversión pública (en buena parte concentrada en obras civiles) tuvo un retroceso temporal que se prolongó durante el primer semestre de dicho año. En aquella oportunidad el crecimiento de la inversión en obras civiles se recuperó en la segunda mitad del año, tan pronto fueron aprobados los planes de desarrollo regionales. Para 2008, sin embargo, la ejecución de dichos planes podría tardar más de lo usual, frenando este segmento del gasto. Por otro lado, el gobierno nacional

Los elevados precios de alimentos y regulados estarían afectando el ingreso disponible más de lo esperado.

Gráfico 54
Pronósticos de crecimiento del PIB para 2008



y el de Bogotá han anunciado el inicio de un número importante de proyectos de infraestructura que, de concretarse, podrían compensar el menor gasto local.

Así las cosas, los modelos del Banco indican que la economía colombiana podría crecer en un rango entre 3,3% y 5,3% en 2008 (Gráfico 54). Este intervalo es menor que los que se presentaron en los informes de marzo de 2008 (entre 4% y 6%) y diciembre de 2007 (entre 3,7% y 5,7%). El crecimiento más probable sería de alrededor de 4,3%, una reducción de 0,9 pp frente a lo publicado hace un trimestre. En el anterior informe la valoración de los riesgos hacía suponer que el escenario más factible tenía un leve sesgo hacia la mitad superior del rango, aunque, para esta oportunidad los riesgos se encuentran más balanceados.

Cuadro 13
Variación anual del PIB por tipo de gasto

	2007	2008 (proy)
Consumo final	6,3	4,0
Consumo de los hogares	6,8	4,3
Consumo del Gobierno	4,7	2,8
Formación bruta de capital	23,0	10,2
Demanda final interna	10,0	5,5
Exportaciones totales	12,2	9,1
Importaciones totales	18,4	12,0
Producto interno bruto	8,2	4,3

Fuentes: DANE y Banco de la República.

Los pronósticos por tipo de gasto para la proyección más posible se presentan en el Cuadro 13. En todos los agregados se espera una desaceleración, frente a los registros de 2007. Por otro lado, se prevé una recomposición del consumo privado en favor del de servicios y en contra del de bienes durables, el cual está más asociado con el comportamiento de las tasas de interés y puede resultar más afectado por la caída en el poder adquisitivo del ingreso. En cuanto a la inversión, a pesar de exhibir una variación claramente inferior que en años anteriores, continuaría siendo un motor del crecimiento.

Finalmente, el pronóstico central supone una desaceleración de las importaciones, principalmente por el menor ritmo de expansión de la inversión y del consumo de los hogares. Para el caso de las exportaciones, también se espera una desaceleración, sin embargo, éste no sería

tan marcada debido al impulso de los sectores minero y petrolero, principalmente. Cabe resaltar que estas proyecciones, en particular la de las exportaciones, contienen un alto grado de incertidumbre debido al atípico desempeño que rodea a la economía venezolana y los riesgos que enfrenta el crecimiento mundial.

D. PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN

Las perspectivas de la inflación en lo que resta del año y, en mayor medida durante 2009, estarán determinadas por dos fuerzas que actúan en direcciones opuestas. Por un lado, la creciente inflación externa, impulsada por los altos precios internacionales de las materias primas. Por otro lado, los efectos de la política monetaria, los cuales tienden a moderar las presiones inflacionarias de demanda. A lo anterior se suman los riesgos de unas expectativas de inflación

Los pronósticos de inflación suponen un precio promedio del petróleo para 2008 de US\$125 el barril (WTI).

Se esperan algunas reducciones en los precios de las materias primas en los próximos meses...

...sin embargo, estas disminuciones no afectarían en forma importante la inflación en Colombia, en lo que resta de 2008.

en Colombia ascendentes y alejadas de las metas de la autoridad monetaria, lo que, unido a la presencia de mecanismos de indexación muy extendidos, pueden ampliar las presiones externas y generar ajustes de segunda vuelta en salarios y precios.

Como se ha mencionado en los capítulos precedentes, en lo corrido del año, y particularmente durante el segundo trimestre, estos síntomas ya se hicieron presentes, cuando han primado las tendencias alcistas originadas en los aumentos de los precios internacionales del petróleo y de los alimentos. A ello se sumaron diversos choques internos de oferta, en principio transitorios, que empujaron aún más los precios de los alimentos, principalmente los perecederos.

1. Las presiones externas

Aunque no se descartan disminuciones en los precios internacionales de los alimentos y de las materias primas como resultado de una demanda mundial más debilitada, no se espera que sean sustanciales con respecto a los promedios observados en la primera mitad del año, por lo menos en lo que resta de 2008. Como se mencionó, en este Informe se contempla un precio del petróleo promedio para 2008 de US\$125 dólares por barril (West Texas Intermediate, WTI), lo que implicaría para el segundo semestre una reducción de entre US\$10 y US\$15, frente a los máximos históricos reportados en junio y comienzos de julio, aunque con un nivel ligeramente superior al registrado en el primer semestre del año (US\$110).

Con estos niveles del precio del petróleo y con reducciones similares para los precios internacionales de los alimentos, no se prevén alivios significativos en los precios internos en lo que resta de 2008, aunque es probable que la magnitud y la frecuencia de las alzas disminuya. En general, los pronósticos presentados en este informe para el presente año suponen que todavía se puede esperar alguna transmisión de la inflación externa de commodities hacia los precios internos, siempre y cuando el tipo de cambio se mantenga en niveles similares a los observados en junio y julio. Esto implica que la inflación anual de los segmentos del IPC más afectados por los choques internacionales (alimentos importados, transporte y servicios públicos) tenderá a permanecer en niveles altos en los próximos dos trimestres.

Hacia 2009 el contexto internacional es muy incierto, aunque en materia inflacionaria debe tender a ser más favorable que en 2008. En particular, es probable que un menor dinamismo de la demanda mundial, junto con la recuperación de la oferta en varios países, impulse una disminución más marcada y permanente de los precios internacionales de los combustibles y de los alimentos, aliviando las presiones que éstos ejercen sobre los precios internos. Esto permitiría una reducción importante de la inflación de alimentos importados y de regulados durante 2009. A lo anterior coadyuvaría un comportamiento favorable de los alimentos perecederos nacionales, cuya oferta debe ser estimulada por los altos precios actuales.

No obstante, los riesgos externos continúan siendo altos. Hoy en día la economía mundial enfrenta un fenómeno de inflación generalizada como resultado de un

Para 2009 la inflación de alimentos debe reducirse gracias a menores presiones externas entre otros factores.

desbalance profundo entre oferta y demanda. El restablecimiento del equilibrio puede tardar tiempo y requerir una desaceleración de la demanda mundial más pronunciada que la anticipada por los mercados. En ese contexto no puede descartarse durante varios trimestres la permanencia de precios internacionales relativamente altos para las materias primas, incluyendo el petróleo y los alimentos. Las reducciones, de presentarse, pueden no ser de importancia. Por otro lado, si la inflación externa no cede rápidamente y si se extiende a un espectro mayor de bienes (como las manufacturas), es posible que dichas presiones también empiecen a filtrarse a los precios internos.

2. El papel de la política monetaria y los efectos de segunda ronda

En cuanto a las presiones bajistas originadas en los ajustes de la política monetaria adoptados desde mediados de 2006, éstas se han empezado a sentir este año, como lo demuestra el menor ritmo de crecimiento del crédito de consumo y, en alguna medida, del gasto de los hogares. En materia de precios el resultado ha sido una inflación de no transables sin alimentos ni regulados, que aunque alta, se ha mantenido relativamente estable en los últimos cuatro trimestres.

Así, en este Informe se espera que hacia el resto de 2008 y, sobre todo durante 2009, la actual postura de política monetaria continúe moderando las presiones de demanda, facilitando la convergencia de la inflación hacia las metas. No obstante, el que aquello suceda también dependerá de otros factores que inciden en el comportamiento de la inflación; en donde uno de los más importantes son las expectativas de inflación que, como se ha analizado en secciones precedentes, han aumentado de manera recurrente alejándose de las metas de la autoridad monetaria. Otro elemento sería la evolución de los costos de producción. Ambos factores pueden desencadenar efectos de segunda ronda sobre precios, que podrían compensar los efectos bajistas del enfriamiento de la demanda.

Las expectativas de inflación al alza, en un ambiente de baja credibilidad en la meta como el actual, pueden afectar la inflación de varias maneras. Una de ellas, vía las exigencias de mayores ajustes salariales por parte de los trabajadores, quienes han visto reducir el poder adquisitivo de su ingreso debido al aumento de la inflación. Otra, por medio de los ajustes de los precios por parte de las propias firmas, para compensar costos crecientes hacia futuro o como resultado de aumentos esperados en los precios de sus competidores.

Hasta mediados de año los incrementos de los salarios habían sido moderados, ajustándose a las necesidades de la política monetaria; sin embargo, el fuerte aumento de la inflación en los últimos meses, junto con la baja credibilidad en la meta, pueden incentivar ajustes en salarios mayores que los del crecimiento de la productividad laboral, presionando así los costos y los precios y afectando la producción y el empleo. Este riesgo es particularmente alto a comienzos de 2009, cuando se renegocian un gran porcentaje de los contratos laborales y se fija el salario mínimo.

La actual postura de política monetaria continuará moderando las presiones de demanda.

El aumento de la inflación puede incentivar ajustes en salarios y en costos que afectarían la producción, el empleo y la inflación hacia el futuro.

El aumento de las expectativas y su alejamiento de las metas de inflación también pueden inducir ajustes crecientes en precios por parte de las firmas, más si esto aparece en un contexto de incrementos de costos como el actual. Como se mencionó, la inflación al productor, así como otros indicadores de costos de materias primas han aumentado fuertemente en los últimos meses, lo cual ha empezado a producir efectos de segunda ronda sobre la inflación al consumidor, especialmente en el caso de alimentos y de algunos bienes afectados por los precios atados a las cotizaciones de los derivados del petróleo. Estas presiones podrían ser más importantes a comienzos del próximo año si los aumentos de los costos no se frenan rápidamente.

Así las cosas, en un contexto como el descrito, una moderación de la demanda, resultado de una política monetaria menos expansiva, puede tardar más tiempo en rendir resultados en términos de una disminución de la inflación. Es por esto que en este Informe se espera que la reducción de la inflación de no transables sin alimentos ni regulados tome más tiempo que el previsto en informes anteriores. De acuerdo con el modelo del Banco, dicho indicador deberá permanecer por encima del 5% durante varios trimestres más, evidenciándose una tendencia claramente decreciente sólo después de mediados de 2009.

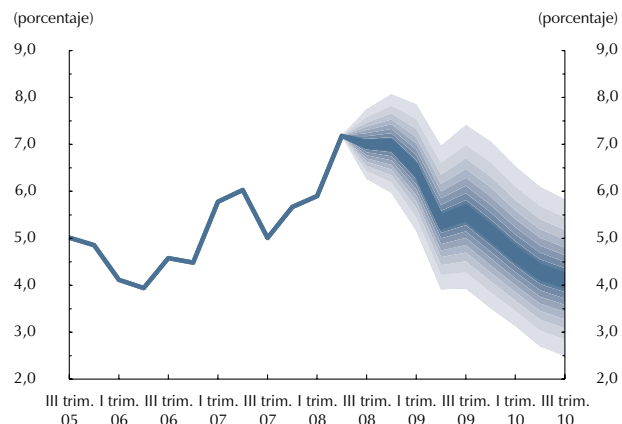
Adicionalmente, es importante tener en cuenta que en una economía de mercado la inflación en el largo plazo descende porque las expectativas permanecen ancladas en las metas, y esto sucede gracias a que hay credibilidad en la política monetaria. En este sentido, los pronósticos del Emisor, presentados en este Informe, suponen que la política monetaria logrará restablecer gradualmente la confianza en las metas, permitiendo el descenso de las expectativas, y con ellas el de la inflación.

3. Las tendencias de la inflación en los próximos dos años y su balance de riesgos

Los pronósticos de inflación y sus rangos de incertidumbre aumentaron para el segundo semestre de 2008 y para 2009 frente a lo presentado en el informe anterior (Gráfico 55). La inflación total al consumidor tendería a permanecer en niveles altos en lo que resta de 2008, aunque se espera alguna reducción a partir de septiembre u octubre debido a menores reajustes en los precios de los alimentos. Esto último se daría por un alivio de las presiones externas, pero también por una reducción de los precios de varios alimentos producidos internamente (arroz, papa, lácteos), cuya oferta estaría siendo estimulada por los altos precios observados en el primer semestre.

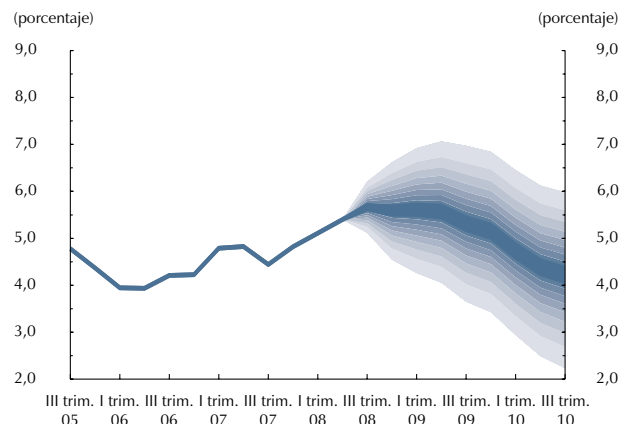
Por su parte, en lo que resta del año la inflación sin alimentos seguirá afectada por ajustes importantes en los precios de los servicios públicos, los combustibles y el transporte, lo cual puede elevar su registro frente al de junio. No se esperan cambios importantes en las inflaciones de transables y de no transables sin alimentos ni regulados comparados con los registros de mediados de año (Gráfico 56).

Gráfico 55
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 56
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.

Para 2009 y comienzos de 2010 se espera una reducción más pronunciada de la inflación anual (Gráfico 55). Las presiones externas habrán menguado sustancialmente: los precios internacionales no aumentarán, e incluso disminuirán, por lo que la inflación anual de alimentos, servicios públicos, transporte y otros bienes importados, y de sus sustitutos internos, se reducirán gradualmente, convergiendo a valores más acordes con las metas de largo plazo. Adicionalmente, durante la primera mitad del próximo año se espera que continúe la fase expansiva de la oferta agrícola de alimentos perecederos que se inicia en la segunda mitad de 2008; por lo que los precios seguirán presentando ajustes pequeños, o incluso reducciones. Todo esto ayudará en alcanzar una menor inflación anual de alimentos, de regulados y de la total.

Con respecto a la inflación de no transables sin alimentos ni regulados, una demanda agregada con crecimiento moderado, junto con unas expectativas descendentes deberán frenar alzas adicionales y permitir su disminución gradual en 2009. La inflación de transables sin alimentos ni regulados, por su parte, debe conservar niveles bajos en la medida en que el tipo de cambio no presente grandes sobresaltos, tal como se supone en este Informe.

Así las cosas, la inflación total tenderá a reducirse en 2009 y 2010 hacia los niveles previos a los choques exógenos que se presentaron desde mediados de 2007. Algo similar sucederá con la inflación sin alimentos, aunque en este caso la reducción sería más pausada debido a los efectos de la indexación de precios y salarios. Las dinámicas anteriores son compatibles con un aumento permanente, pero de una sola vez, en el nivel de los precios relativos de los alimentos, los combustibles y el transporte.

La inflación total tenderá a reducirse en 2009 y 2010 a los niveles previos a los choques exógenos que se presentaron desde mediados de 2007.

Los balances de riesgos (Fan Chart) para las inflaciones total y sin alimentos son ahora más amplios que los presentados en el informe de marzo, pues se desplazaron y sesgaron hacia arriba. Esta estimación tiene en cuenta el aumento en los

La inflación de alimentos puede permanecer alta en lo que resta de 2008, incluso si se presentan algunas reducciones en los precios externos.

últimos trimestres de la volatilidad de las variables involucradas en el análisis, como los son el precio del petróleo y los alimentos y el crecimiento mundial e interno (gráficos 55 y 56).

Por su parte, el sesgo al alza obedece a que se considera que las presiones sobre los precios internos de los alimentos podrían continuar siendo importantes, incluso después de considerar algunas reducciones en los precios externos y unas mejores condiciones de oferta. Los costos de producción y de transporte que enfrenta el sector agropecuario están aumentando rápidamente y pueden exigir ajustes mayores en los precios de los productos finales. Una señal en esta dirección es el auge que se observa desde hace varios trimestres en los precios relativos: de acuerdo con la historia de la serie, estos ciclos alcistas son de larga duración.

Si bien es cierto que una desaceleración más fuerte en los Estados Unidos y en el mundo en general puede desinflar —más rápido de lo previsto— los precios internacionales de los productos básicos, incluyendo el petróleo, no es claro que de aquí se desprenda también una pronta disminución de las presiones sobre los precios internos. La desaceleración de la demanda por nuestras manufacturas exportadas tendería a aliviar presiones inflacionarias en este frente. Sin embargo, una economía externa más vulnerable también implicaría menores términos de intercambio y menores flujos de capitales para economías emergentes exportadoras de materias primas como Colombia. Esto, a su vez, puede afectar la confianza en nuestra economía y aumentar las presiones hacia la depreciación del tipo de cambio, lo que tendría un efecto inflacionario, dependiendo de la magnitud y de la duración de estas tendencias.

Recuadro 2 EFECTO SOBRE LA ECONOMÍA DE UN AUMENTO EN LOS PRECIOS DE LAS MATERIAS PRIMAS IMPORTADAS

Pietro Bonaldi
Andrés González
Diego Rodríguez*

En el transcurso de los últimos cuatro años se ha observado en el país un incremento progresivo en los precios de las materias importadas (Gráfico R2.1), acompañado por el respectivo aumento en los costos de producción. Este encarecimiento de las materias primas incide en la economía principalmente a través de dos canales: por un lado, genera presiones inflacionarias, en tanto que una parte del alza en los costos se traslada a los precios de los bienes finales, y por el otro, desacelera la producción porque desestimula la demanda por insumos. Una situación como la descrita plantea un dilema para la autoridad monetaria, cuyos objetivos primordiales son controlar la inflación y propender por el crecimiento del producto. Como una estrategia adicional para determinar cuál podría ser la política adecuada que debe adoptar el banco central, se ha propuesto el uso de un modelo económico que permita explicar los mecanismos de transmisión de la política monetaria.

De acuerdo con esta propuesta, en el Banco de la República se ha venido desarrollando recientemente un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico con expectativas racionales para analizar la política monetaria y, eventualmente, realizar pronósticos de corto plazo sobre el desempeño de la economía colombiana. El modelo plantea una economía abierta con rigideces nominales, en la fijación de precios y salarios, y rigideces reales, tales como costos de ajuste de la inversión y utilización variable del capital. Además, incluye una autoridad monetaria que fija la tasa de interés nominal siguiendo una regla que tiene en cuenta tanto las desviaciones de la inflación con respecto a su nivel de largo plazo como las variaciones del producto. El modelo ha sido calibrado para la economía colombiana con el propósito de describir las rela-

ciones entre distintas variables macroeconómicas como la tasa de interés, la inflación, el producto, la tasa de cambio y los componentes de la demanda agregada¹.

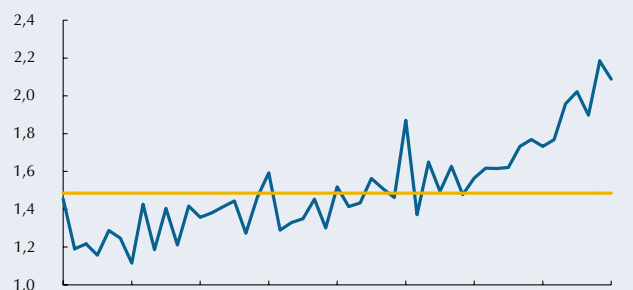
El producto bruto de la economía que el modelo describe requiere como insumos trabajo, capital y materias primas importadas, y se destina a satisfacer las demandas de consumo, inversión, exportaciones y servicios de distribución. Estos servicios de distribución son utilizados por los sectores que elaboran bienes finales aptos para el consumo y la inversión, independientemente de si éstos se producen a partir del producto bruto o se importan del exterior. De manera similar, las exportaciones requieren de dichos servicios para ser ubicadas en los puertos y enviadas a otros países.

Como es habitual en este tipo de modelos, los hogares toman decisiones óptimas que determinan directamente su demanda por bienes para el consumo y la inversión, así como la oferta laboral. Su ingreso depende de la remuneración al trabajo, la renta del capital, la participación en los beneficios de las firmas, las remesas que provienen del exterior y la deuda externa.

Con el propósito de evaluar el efecto de un aumento en los costos de producción, debido a un alza en los precios internacionales de las materias primas importadas, se ha realizado un ejercicio de impulso-respuesta utilizando el modelo descrito, para analizar las consecuencias sobre la economía de un aumento inesperado y transitorio en dichos precios. Es importante aclarar, sin embargo, que el presente análisis es tan sólo parcial, dado que ignora las mayores rentas que podrían ingresar al país provenientes de la exportación de materias primas a precios más altos².

En términos generales, ante un incremento semestral del 20% en el precio de las materias primas importadas, el modelo

Gráfico R2.1
Índice de precios de materias primas importadas por
Colombia, en dólares
Tasa de interés de la cartera para los hogares



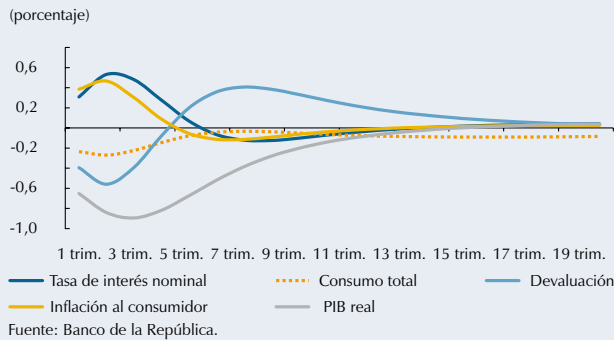
Fuente: DIAN.

* Los autores son, en su orden, profesional, director y profesional experto del Departamento de Modelos Macroeconómicos del Banco de la República. Las opiniones expresadas son de responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Una versión preliminar del modelo se puede pedir al siguiente correo electrónico: dmm@banrep.gov.co. Hay que tener en cuenta que al ser éste un modelo en construcción, su estructura puede ser modificada. Los comentarios sobre el modelo pueden ser enviados al mismo buzón.

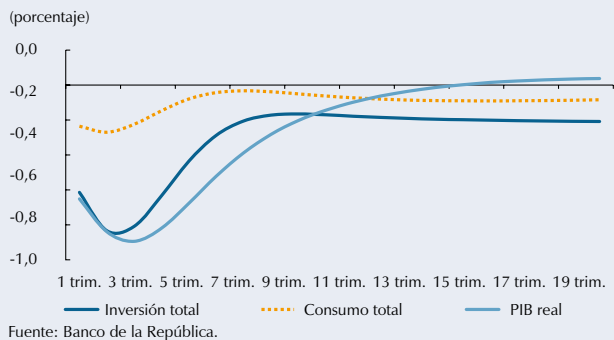
2 Este efecto ingreso por términos de intercambio puede aumentar la demanda tanto por bienes internos como por importados, lo cual puede compensar, en parte, la caída del producto asociada con los aumentos en los costos, pero refuerza el efecto sobre la inflación.

Gráfico R2.2
Impulso-respuesta: resultados generales



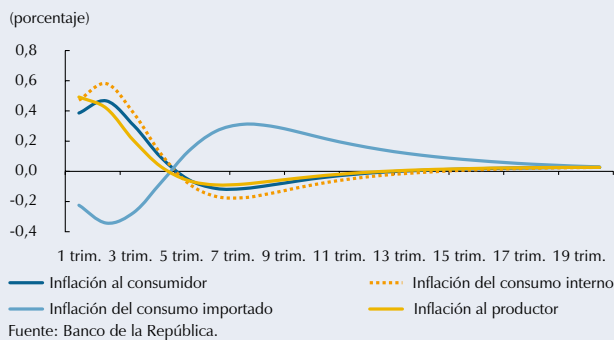
predice un aumento de la inflación de 38 pb, acompañado por una caída en el PIB real del 0,65%, por una apreciación nominal de 39 pb en el impacto y por una contracción de la demanda agregada (Gráfico R2.2). El banco central responde al aumento en la inflación incrementando la tasa de interés de política, y este incremento que se da a pesar de la reducción en el producto, se traduce en un aumento de la tasa de interés de 30 pb.

Gráfico R2.3
Impulso-respuesta: demanda agregada



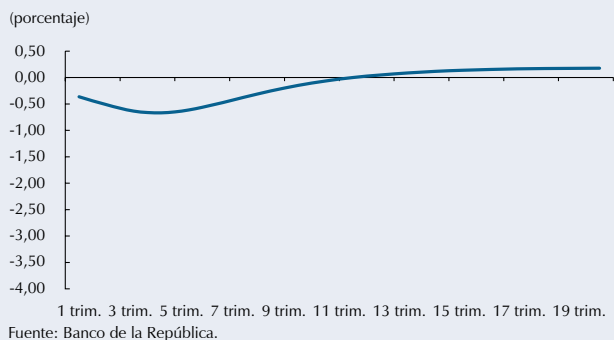
El alza en los precios de las materias primas incide directamente en el costo marginal del producto, el cual reacciona registrando un aumento de 0,75% aproximadamente; en consecuencia, las firmas deciden disminuir las cantidades producidas. Esta caída en el producto representa, a su vez, un menor ingreso para los hogares, quienes responden contrayendo su demanda por bienes de consumo e inversión, efecto que se ve reforzado por el aumento en la tasa de interés real. Sin embargo, la disminución en la demanda por bienes de consumo (0,24%) es menor que la caída en el PIB real y que la correspondiente contracción de la inversión, que alcanza un valor cercano al 0,6% (Gráfico R2.3). Cabe resaltar que la menor volatilidad del consumo, en comparación con la inversión y el PIB, es una predicción del modelo que refleja un hecho estilizado de la economía colombiana³.

Gráfico R2.4
Impulso-respuesta: inflación



El aumento en el costo marginal del producto se traslada a los bienes para el consumo producidos internamente, generando presiones inflacionarias que se reflejan en un alza en los precios de dichos bienes de 0,47% (Gráfico R2.4). Por esta razón, se observa también un incremento de 0,38% en el precio de la canasta de consumo agregada, a pesar de la apreciación y del respectivo abaratamiento de los bienes importados destinados al consumo de los hogares.

Gráfico R2.5
Impulso-respuesta: balanza comercial en dólares



La caída en la tasa de cambio afecta negativamente las exportaciones, por lo anterior, aunque la demanda por materias primas disminuya como consecuencia del incremento en sus precios, en el agregado se incrementa el déficit en la balanza comercial (Gráfico R2.5)

En conclusión, el modelo descrito permite identificar y cuantificar los mecanismos a través de los cuales un incremento en el precio de las materias primas importadas, como el que se ha observado en el país recientemente, genera inflación y desacelera el producto.

3 Véase Juan Carlos Parra (2008). “Hechos estilizados de la economía colombiana: fundamentos empíricos para la construcción de un modelo DSGE”. Borradores de Economía, núm. 509, Banco de la República, Bogotá.

Recuadro 3 EL EFECTO DE LAS TASAS DE INTERÉS SOBRE LA INFLACIÓN

Javier Guillermo Gómez
Hernán Rincón*

La teoría económica y la evidencia empírica indican que un aumento en la tasa de interés reduce la inflación. En este recuadro ofrecemos elementos teóricos y empíricos que sirven para sustentar esta afirmación. El tema de la relación entre la tasa de interés y la inflación apareció recientemente en la discusión pública, cuando se afirmaba que un aumento en la tasa de interés incrementaba la inflación, como consecuencia del efecto de los mayores costos financieros sobre los precios fijados por las empresas.

El recuadro consta de cinco secciones. En la primera sección se discuten algunas referencias de la literatura internacional en las cuales se argumenta que un aumento en la tasa de interés reduce la inflación. También, se reportan algunas investigaciones internacionales, en donde se trata el tema del efecto de la tasa de interés sobre los costos de producción y los precios. En la segunda sección, se revisa el tema de la respuesta de la inflación a la tasa de interés según los modelos de proyección y análisis del Banco de la República. En la tercera se cuantifica la participación de los costos financieros en los costos totales de las empresas colombianas. En la cuarta, se muestran los resultados de una estimación de la relación entre tasa de interés, inflación y producto para el caso colombiano. En la quinta sección se concluye.

1. El efecto de las tasas de interés sobre la inflación: ¿Qué concluye la literatura internacional?

Durante los últimos quince años la teoría monetaria y la conducción de la política monetaria en los bancos centrales ha convergido a un paradigma dominante. Dentro del marco teórico de este paradigma: un aumento en las tasas de interés reduce la inflación. Las tesis keynesiana y monetarista han cedido terreno en favor de lo que hoy se denomina la nueva síntesis neoclásica, en donde la política monetaria tiene efectos sobre el producto en el corto plazo, y la inflación está determinada por el nivel que tome la demanda agregada. De esta manera, un aumento en las tasas de interés reduce la demanda agregada y disminuye la inflación.

Probablemente la referencia más importante sobre el paradigma dominante para el caso de una economía cerrada es Woodford (2003), quien demuestra cuál debe ser la respuesta de las tasas de interés ante un aumento de la inflación (Ibíd., gráficos 4.3 y 4.3, pp. 267 y 268). Las tasas de interés deben subir más que el incremento de la inflación, comportamiento que se conoce como el principio de Taylor. Una reducción de las tasas de interés en respuesta a un aumento de la inflación implicaría entrar en un ciclo de mayor inflación, menores tasas de interés reales, más demanda e inflación creciente.

En una economía abierta, el paradigma dominante ha tomado el nombre de la nueva macroeconomía para la economía abierta (NOEM, por su sigla en inglés). Aquí también la política monetaria tiene efecto sobre la demanda agregada, y por medio de ésta, sobre la inflación. También existen canales de tasas de cambio que actúan en la misma dirección del canal de demanda agregada. Entonces, un aumento en las tasas de interés disminuye el incremento de los precios. Por ejemplo, Clarida, Galí y Gertler (2001) demuestran que el problema de la política monetaria en la economía abierta es una extensión del caso de economía cerrada expuesto por Woodford. Así, el principio de Taylor aplica en ambos contextos que, ante un aumento de la inflación el banco central debe incrementar las tasas de interés en una cuantía mayor al aumento de la inflación.

Algunos modelos incorporan el efecto de las tasas de interés sobre el costo (marginal) de producción (canal de costos de la política monetaria). En su modelo, Christiano, Eichenbaum y Evans (2001) asumen que el empresario debe financiar la nómina con préstamos, de forma que la tasa de interés afecta el costo marginal de producción y los precios. Una disminución de las tasas de interés reduce la inflación en el corto plazo, pero al cabo de quince trimestres la aumenta (Ibíd., Figura 1, p. 43). Gaiotti y Secchi (2004) encuentran que el efecto de un incremento de 100 pb en la tasa de interés aumenta los precios entre 10 y 30 pb. En conclusión, lo que deducen, al analizar el canal de costos de la política monetaria, es que el efecto del canal de costos de la tasa de interés nominal sobre la inflación es pequeño y de corto plazo.

2. El efecto de las tasas de interés sobre la inflación para Colombia, según la literatura

Para el caso de Colombia, el modelo central del Banco de la República (Gómez, Uribe y Vargas, 2000) muestra que un aumento en la tasa de interés reduce la inflación (Ibíd., Figura 15, p. 42). El modelo básico del Emisor se actualiza periódicamente de acuerdo con estimaciones empíricas. El Gráfico R3.1 exhibe la respuesta de la inflación en la versión más reciente del modelo: el efecto de un aumento en la tasa

* Los autores son investigadores de la Unidad de Investigaciones de la Gerencia Técnica del Banco de la República. Se agradece la colaboración de Norberto Rodríguez, Juan David Prada, Paola Morales y Alejandro Reyes. Las opiniones son de exclusiva responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

de interés interbancaria, al cabo de ocho trimestres, es el de reducir la inflación.

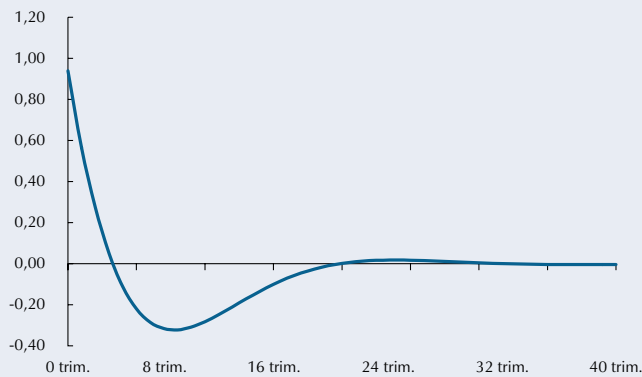
El modelo de análisis de equilibrio general del Banco de la República —el cual se encuentra en construcción— incorpora el canal del costo financiero, tal como lo hacen, por ejemplo, Christiano, Eichenbaum y Evans (2001), y Ravenna y Walsh (2004). El Gráfico R3.2 muestra la respuesta de la inflación a un aumento en la tasa de interés interbancaria en este modelo: como se observa, aún incorporando el canal de costo financiero, un aumento en la tasa de interés reduce la inflación.

3. La estructura de costos de las empresas colombianas

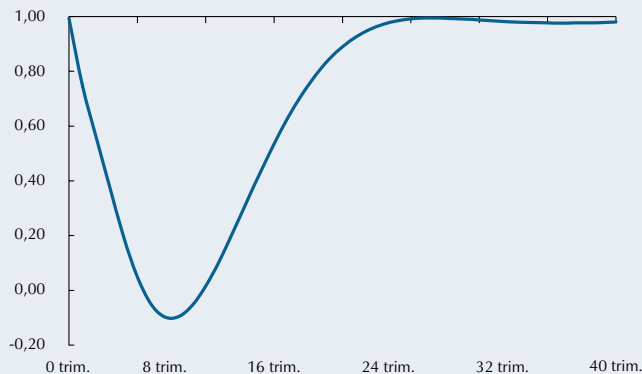
Una manera sencilla e intuitiva de dilucidar qué tanto afectan las tasas de interés los costos de producción de las empresas colombianas, y por ende sus precios, es estudiar la estructura de costos de las empresas. Como se observa en el Cuadro R3.1, en buena parte de los sectores productivos nacionales los costos financieros representan menos del 6%

Gráfico R3.1
Respuesta de la inflación a un aumento en las tasas de interés en el modelo básico del Banco de la República

A. Tasa interbancaria



B. Respuesta de la inflación a un choque en la tasa interbancaria



Fuente: cálculos de los autores

de los costos totales. Esto indica que los empresarios deberían estar más preocupados por lo que sucede con los otros costos, especialmente los laborales, los cuales se convierten rápidamente en una fuente de presión cuando la inflación o sus expectativas aumentan.

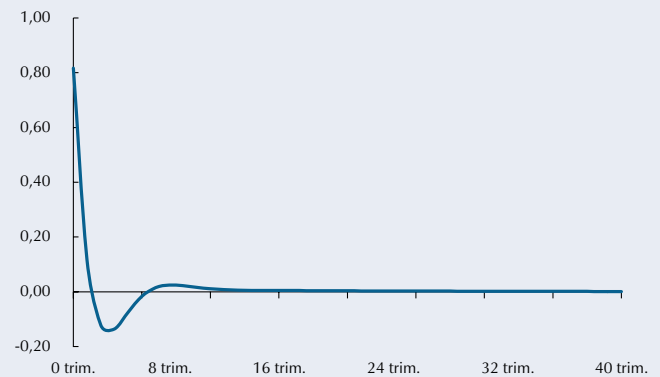
Adicionalmente, no necesariamente existe una transmisión proporcional y simultánea entre el aumento de los costos financieros y el precio al que las empresas venden sus productos. Ésta dependerá, entre muchos elementos, de su estrategia de fijación de precios, de los precios de los competidores, de su percepción sobre la naturaleza de los cambios en la tasa de interés (temporal versus permanente) y, principalmente, de lo que suceda con la demanda. Como se muestra enseguida, por medio de una estimación, cuando la tasa de interés de intervención aumenta la inflación disminuye.

4. Estimación econométrica

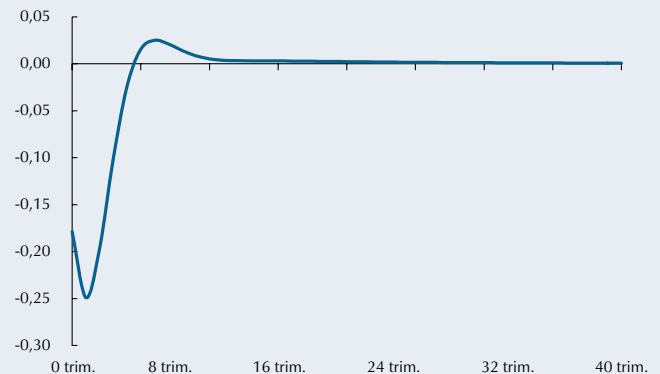
Tal como lo reportan los resultados de los ejercicios econométricos de respuesta a impulsos, producidos por el equipo técnico del Banco de la República, y que hacen parte del

Gráfico R3.2
Respuesta de la inflación a un aumento en las tasas de interés en el modelo de análisis del Banco de la República

A. Tasa interbancaria



B. Respuesta de la inflación a un choque en la tasa interbancaria



Fuente: cálculos de los autores

Cuadro R3.1
Componentes de los costos de producción por sectores

Sector	Costos			
	Laborales	Materias primas	Financieros ^{a/}	Otros ^{b/}
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura ^{c/}	43,0	51,6	5,4	0,0
Pesca	27,5	37,83	7,4	27,3
Explotación de minas y canteras	14,5	4,8	4,2	76,5
Industrias manufactureras	17,5	26,0	3,0	53,5
Construcción	17,3	24,7	2,9	55,1
Comercio	18,3	7,3	4,0	70,5
Hoteles y restaurantes	27,9	35,0	2,6	33,7
Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	47,8	17,7	5,6	29,0

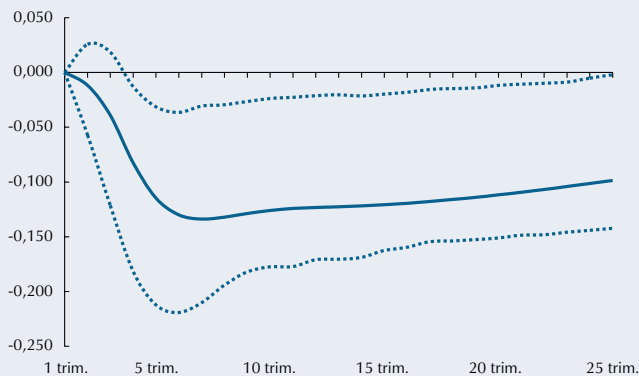
a/ Corresponde a los gastos bancarios, comisiones, intereses, diferenciales cambiarios y otros gastos financieros.

b/ Impuestos, arrendamientos, contribuciones y afiliaciones, seguros, mantenimiento y reparaciones y depreciaciones.

c/ Los "Otros" costos del sector "Agricultura, ganadería, caza y silvicultura" fueron ajustados a la baja de tal manera que la sumatoria de los costos fuera equivalente a los "Gastos totales" reportados por la Supersociedades.

Fuente: Supersociedades. Se toman los costos promedio de cada sector. Cálculos propios con base en la información recopilada por Paola Morales, Profesional del Departamento de Estabilidad Financiera, Banco de la República

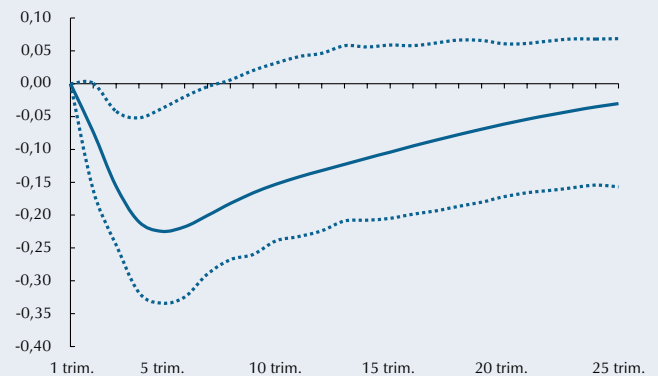
Gráfico R3.3
Efecto sobre los precios de un aumento de la tasa de interés



Fuente: cálculos de los autores

material usado por la autoridad monetaria para la toma de decisiones de política, un aumento de la tasa de interés de intervención (tib) de 100 pb por un solo trimestre, reduce los precios de manera significativa a partir del tercer trimestre de aplicada la medida (Gráfico R3.3)¹. La evidencia empírica demuestra la invalidez del supuesto que señala que los aumentos de la tasa de interés de intervención incrementan la inflación.

Gráfico R3.4
Efecto sobre el PIB de un aumento de la tasa de interés



Fuente: cálculos de los autores

La subida de la tasa de interés reduce el PIB de manera más rápida y pronunciada (Gráfico R3.4). Esto apoya la hipótesis de que la tasa de interés de política tiene un impacto más directo, rápido y de mayor alcance sobre la demanda, que sobre los costos y precios a los que las empresas venden sus productos.

5. Conclusión

La literatura internacional, los modelos de pronóstico y análisis del Banco de la República y la evidencia empírica muestran que el efecto de un aumento en la tasa de interés sobre la inflación es el de reducirla. La influencia de la tasa de interés sobre la inflación por medio de los costos financieros de las empresas es pequeña y de corta duración, a la luz de los estudios disponibles tanto teóricos como empíricos.

1 El ejercicio fue elaborado por Norberto Rodríguez, economista asociado del Departamento de Modelos Macroeconómicos, Subgerencia de Estudios Económicos, del Banco de la República.

Referencias

- Clarida, R.; Galí, J.; Gertler, M. "Optimal Monetary Policy in Open vs. Closed Economies", *American Economic Review*, vol. 91 núm. 2, pp. 248-252, mayo de 2001.
- Christiano, L.; Eichenbaum, M.; Evans, Ch. "Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy", documentos de trabajo, núm. 0107, Federal Reserve Bank of Cleveland, 2001.
- Gaiotti, E. Secchi, A. "Is there a Cost Channel of Monetary Policy Transmission? An Investigation into the Pricing Behavior of 2,000 Firms", documentos de trabajo, Banco de Italia, 2004.
- Gómez, J.; Uribe, J. D; Vargas, H. "The Implementation of Inflation Targeting in Colombia", *Borradores de Economía*, núm. 202, Banco de la República, marzo de 2002.
- Ravenna, F.; Walsh, C. E. "Optimal Monetary Policy with the Cost Channel", *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, núm. 2, pp. 199-216, 2006.
- Woodford, M. *Interest & Prices, Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, 2003.

ANEXO

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTRANJEROS

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

1. PROYECCIONES PARA 2008

En promedio, los analistas locales esperan un crecimiento de 4,9%, 50 pb inferior al registrado en el reporte anterior. Por su parte, las entidades extranjeras consultadas prevén un crecimiento promedio del PIB de 5,1%. La revisión de los analistas frente al informe anterior se dio después de conocerse el resultado del PIB para el primer trimestre y los resultados para algunos indicadores de oferta y demanda en abril y mayo.

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales prevén un incremento del 6,7% en los precios al finalizar el año, mientras que los extranjeros esperan 6,0% en promedio. Como viene ocurriendo desde hace varios informes, este valor se encuentra por encima del rango meta fijado para este año (entre 3,5% y 4,5%).

Con respecto al tipo de cambio, se siguen presentando reducciones importantes en el valor proyectado por los analistas para la tasa representativa del mercado (TRM) de final de año, frente a lo reportado en informes anteriores. Los analistas nacionales esperan que la TRM finalice el año en un valor promedio de \$1.831, frente a \$1.910 previsto en abril. Por su parte, los analistas extranjeros proyectan una TRM de \$1.919 para el cierre de año. Aún así, en ambos casos se sigue esperando una ligera depreciación durante el segundo semestre con respecto a los datos observados de junio.

Para la DTF los analistas locales siguen corrigiendo sus expectativas al alza (20 pb en este informe y 70 pb en el informe de marzo). De esta manera, las firmas nacionales consultadas esperan que la DTF termine en 9,9% y los extranjeros 10,0%. Por último, el pronóstico de la tasa de desempleo para las trece ciudades es de 10,6% según los nacionales y de 10,4% para los analistas externos.

2. PROYECCIONES PARA 2009

Para 2009 no se presentan cambios sustanciales en los pronósticos con respecto de lo presentado hace tres meses, con excepción de la inflación en el caso de los analistas locales. Los analistas nacionales prevén un crecimiento del 4,5% frente a 4,9% esperado por los analistas extranjeros. En cuanto a la inflación, los analistas locales proyectan una inflación mayor que los internacionales: 5,1% frente a 4,4%. Hace tres meses los locales esperaban 4,4%. En cuanto al tipo de cambio las entidades nacionales y externas esperan valores promedio del tipo de cambio de \$1.960 y \$2.062, respectivamente. Conviene resaltar que todos los analistas prevén una reducción sustancial de la inflación en 2009.

Cuadro A1
Proyecciones para 2008

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores	4,6	6,7	1.675	9,5	0,5	11,5
ANIF	4,7	7,2	1.880	9,7	1,0	11,0
Banco de Bogotá	5,0	6,8	1.800	9,8	1,5	10,5
Banco Santander	5,0	6,5	1.850	10,0	1,0	10,3
Bancolombia-Suvalor	4,6	6,3	1.868	9,5	1,0	11,0
BBVA Colombia	5,0	7,2	1.920	10,1	1,0	9,5
Corficolombiana-Corfivalle	5,2	6,2	1.852	10,0	n.d.	n.d.
Fedesarrollo	5,1	6,8	1.800	10,3	(1,4)	n.d.
Promedio	4,9	6,7	1.831	9,9	0,7	10,6
Analistas externos						
Citi Bank	5,0	6,5	1.750	10,0	(1,1)	10,2
Deutsche Bank	5,4	5,6	2.055	n.d.	n.d.	10,5
Goldman Sachs	5,1	6,3	2.020	n.d.	(1,4)	n.d.
JP Morgan	5,0	5,6	1.850	n.d.	(1,6)	n.d.
Promedio	5,1	6,0	1.919	10,0	(1,4)	10,4

n.d. no disponible.

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

Cuadro A2
Proyecciones para 2009

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	n.d.	n.d.	n.d.
ANIF	4,3	5,0	2.038
Banco de Bogotá	4,5	5,5	1.900
Banco Santander	4,5	5,0	1.924
Bancolombia-Suvalor	4,5	5,2	1.849
BBVA Colombia	4,4	4,8	2.046
Corficolombiana-Corfivalle	4,8	5,0	2.000
Fedesarrollo	4,7	5,2	n.d.
Promedio	4,5	5,1	1.960
Analistas externos			
Citi Bank	4,5	5,0	1.900
Deutsche Bank	5,5	4,4	2.199
Goldman Sachs	4,6	4,0	2.100
JP Morgan	5,0	4,0	2.050
Promedio	4,9	4,4	2.062

n.d. no disponible.

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