



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Junio de 2010

ISSN - 1657 - 7973



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Junio de 2010*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,
para su reunión del 23 de julio de 2010.

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

Evolución de la situación inflacionaria y decisiones de política monetaria	9
I. La inflación y sus determinantes	15
A. Desarrollos recientes de la inflación	15
B. Determinantes de la inflación	20
Recuadro 1: La medición del pib por medio de índices encadenados	36
II. Mercados financieros	39
A. Mercados externos	39
B. Mercados financieros internos	45
Recuadro 2: Flujos de capital hacia las economías emergentes	53
III. Perspectivas macroeconómicas	56
A. Contexto internacional	56
B. Balanza de pagos	62
C. Crecimiento interno	64
D. Pronósticos de inflación	69
Recuadro 3: Evolución y perspectivas de los desbalances macroeconómicos globales	75
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	78

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Inflación anual al consumidor	15
Gráfico 2	Indicadores de inflación básica anual	17
Gráfico 3	Inflación anual de regulados y sus componentes	17
Gráfico 4	Inflación anual de transables y no transables sin alimentos ni regulados	18
Gráfico 5	Inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados	19
Gráfico 6	Inflación anual de alimentos	19
Gráfico 7	Inflación de alimentos	20
Gráfico 8	Producto interno bruto (PIB)	21
Gráfico 9	Tasa de desempleo, según áreas	26
Gráfico 10	Tasa de desempleo (TD)	26
Gráfico 11	Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)	27
Gráfico 12	A. Ocupados en el total nacional	27
	B. Ocupados en las 13 áreas metropolitanas	27
Gráfico 13	Ocupados por tipo de empleo	27
Gráfico 14	Asalariados como proporción de la población total e ICC	28
Gráfico 15	Índice de salarios sectoriales nominales: construcción pesada y vivienda	28
Gráfico 16	Índice de salarios sectoriales nominales: industria y comercio	28
Gráfico 17	Productividad por hora trabajada en la industria	29
Gráfico 18	IPP total	29
Gráfico 19	IPP por procedencia	30
Gráfico 20	IPP implícito en dólares	30
Gráfico 21	IPP de producidos y consumidos por ramas de actividad económica	30
Gráfico 22	Índices de costos no salariales a partir de la SAM	31
Gráfico 23	Utilización de capacidad instalada (UCI)	32
Gráfico 24	Crecimiento anual del PIB: observado y potencial	32
Gráfico 25	Brecha del producto	32
Gráfico 26	A. Porcentaje de credibilidad en la meta de inflación de los años 2003 a 2010	34
	B. Inflación observada y expectativas de inflación	34
Gráfico 27	Pronóstico de inflación anual, según bancos y comisionistas de bolsa	34
Gráfico 28	Pronóstico de inflación anual sin alimentos, según bancos y comisionistas de bolsa	34
Gráfico 29	<i>Break-even inflation</i> a uno, cinco y diez años	35
Gráfico 30	Indicadores de volatilidad en las economías desarrolladas	40
Gráfico 31	Diferenciales en tasas de los mercados interbancarios	40
Gráfico 32	Tasas de interés de títulos de deuda pública a 10 años de algunos países desarrollados	41
Gráfico 33	<i>Spread</i> entre títulos de deuda pública de 10 y 2 años	41
Gráfico 34	<i>Credit default swaps (CDS)</i> a 5 años de algunos países de Europa	41
Gráfico 35	Diferencial de la deuda soberana de 10 años con Alemania	41
Gráfico 36	Comportamiento del euro	42
Gráfico 37	Crédito total de consumo en los Estados Unidos	43
Gráfico 38	<i>Credit Default Swap (CDS)</i> a 5 años en Latinoamérica	43
Gráfico 39	<i>Credit Default Swap (CDS)</i> a 5 años en Asia	43
Gráfico 40	Índices de tasa de cambio nominal en algunos países de Latinoamérica	45
Gráfico 41	Índices accionarios de algunos países de Latinoamérica	45
Gráfico 42	Índices accionarios de algunos países de Asia	45
Gráfico 43	Base monetaria por usos	46
Gráfico 44	A. Agregados monetarios	47
	B. Total depósitos y sus principales componentes	47
Gráfico 45	Cartera bruta con <i>leasing</i> (M/N)	47
Gráfico 46	A. Cartera y <i>leasing</i> comercial	48
	B. Crédito ordinario M/N	48

Gráfico 47	Agregado cartera M/E y endeudamiento externo del sector privado no financiero	48
Gráfico 48	Tasa de política, IBR y TIB	50
Gráfico 49	IGBC	51
Gráfico 50	A. Tamaño del portafolio	51
	B. Posición de TES de largo plazo	51
Gráfico 51	Índices de precios reales de la vivienda y la cartera hipotecaria real	52
Gráfico 52	Índices de confianza del consumidor en algunas economías desarrolladas	57
Gráfico 53	Indicadores de sentimiento empresarial	57
Gráfico 54	PIB de algunas economías desarrolladas	58
Gráfico 55	Consumo real en los Estados Unidos	58
Gráfico 56	Tasa de desempleo en las economías desarrolladas	58
Gráfico 57	Creación de empleo neta	58
Gráfico 58	Duración del desempleo en los Estados Unidos	59
Gráfico 59	PIB de algunos países emergentes de América Latina y Asia	59
Gráfico 60	Ventas al por menor en Latinoamérica	60
Gráfico 61	Exportaciones nominales totales en Latinoamérica	60
Gráfico 62	Precio internacional del petróleo WTI	61
Gráfico 63	Inflación total en algunas economías desarrolladas	62
Gráfico 64	Inflación en Latinoamérica	62
Gráfico 65	Indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo	64
Gráfico 66	Comercio al por menor sin combustibles	64
Gráfico 67	Índice de producción industrial sin trilla de café	65
Gráfico 68	Demanda de energía total	65
Gráfico 69	Rango de pronóstico del PIB para 2010 y 2011	68
Gráfico 70	Imaco: líder cinco meses del PIB	69
Gráfico 71	<i>Fan chart</i> de la inflación total	73
Gráfico 72	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	73

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Descomposición de la inflación anual según presiones alcistas a junio de 2010	16
Cuadro 2	Variación anual del PIB por tipo de gasto	21
Cuadro 3	Variación anual del PIB por ramas de actividad económica	23
Cuadro 4	Contribución al IPP de producidos y consumidos	31
Cuadro 5	Tenencia de activos griegos y del sur de Europa por parte de los bancos	42
Cuadro 6	Tasas de interés de referencia de los bancos centrales	44
Cuadro 7	Tasas de interés nominales	50
Cuadro 8	Evolución de los pronósticos de crecimiento real de nuestros socios comerciales	61
Cuadro 9	Precios internacionales de bienes básicos	62

EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Al finalizar el segundo trimestre de 2010 la inflación en Colombia se situó en 2,25%, cifra menor a la proyectada tanto por el Banco como por el promedio del mercado. Ello se dio junto con un crecimiento económico que, según el reporte más reciente del DANE, además de la nueva información disponible, ha sido superior al esperado. Por su parte, las reducciones en la tasa de interés de referencia del Banco se siguieron transmitiendo a las tasas de interés de mercado y el crédito continuó registrando mejores ritmos de crecimiento.

En materia de inflación, los riesgos al alza reportados a finales de 2009 y comienzos de 2010, relacionados con el fenómeno de El Niño y su incidencia sobre el precio de los alimentos y los regulados, se mitigaron, por lo que su impacto final sobre estas canastas resultó siendo leve. Adicionalmente, aunque algunos de los indicadores de inflación básica interrumpieron su descenso, sus niveles y tendencias sugieren que las presiones inflacionarias están bajo control y que dichos indicadores se mantendrán en lo que resta del año dentro del rango meta de largo plazo fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (entre 2% y 4%). Estos resultados han incidido sobre las expectativas de inflación de los agentes, las cuales se han reducido en el transcurso del año y se encuentran dentro del rango meta de inflación de largo plazo.

Por el lado de la actividad económica, el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) informó que en el primer trimestre de 2010 el PIB creció 4,4%, cifra superior a la proyectada por el promedio del mercado, así como por el Emisor. Una parte del mayor crecimiento económico se explicó por el cambio en la metodología de cálculo de las cuentas nacionales. La otra obedeció a un desempeño de la actividad económica mejor que el previsto, principalmente por un consumo del Gobierno más dinámico y por unas exportaciones que cayeron menos de lo presupuestado.

Para el resto del año la nueva información disponible de indicadores tales como la confianza de los consumidores, la importación en bienes de consumo durables y las ventas al por menor, sugieren que el consumo de los hogares seguirá recuperándose.

La aceleración en la importación de bienes de capital, especialmente para la industria, también es síntoma de que la inversión en capital fijo podría presentar crecimientos similares al observado en el primer trimestre de 2010, especialmente por aquella distinta a obras civiles.

En lo corrido del año la recuperación en el consumo y la inversión también se explica por las acciones de política monetaria que llevaron a las tasas de interés de los préstamos a niveles históricamente bajos y que asimismo contribuyeron a un mejor desempeño del crédito. En efecto, desde el cambio en la postura de política monetaria, iniciado en diciembre de 2008, las tasas de interés en las distintas modalidades de ahorro y préstamos se redujeron a un ritmo similar, y en el caso de las tasas de crédito de consumo cayeron a un mayor ritmo que las disminuciones de la tasa de interés de referencia del Banco. Por su parte, en lo corrido del año el aumento anual de la cartera bruta total se estabilizó a tasas cercanas a 5%, después de la desaceleración presentada el año pasado. A junio de 2010 las carteras más dinámicas han sido la hipotecaria (22,2%) y la de consumo (8,9%). La evolución del crédito con destino a los hogares, junto con la transmisión de la tasa de interés del Banco a las tasas de interés de mercado, es evidencia de que el canal de crédito bancario está activo y que ello seguirá estimulado la demanda agregada.

El mejor ritmo de crecimiento de la demanda interna se ha dado en un contexto de una fuerte caída de las exportaciones de Colombia hacia Venezuela y de un crecimiento mundial mejor al esperado. En el caso de nuestro principal socio comercial, los Estados Unidos, la recuperación se ha presentado acompañada de una tasa de desempleo que no ha cedido, con un crédito que sigue deprimido y con un estímulo público en descenso, hechos que ponen en duda la sostenibilidad de la reactivación de la economía en ese país.

Por otra parte, los problemas fiscales de algunos países europeos incrementaron las primas de riesgo en el mundo, aunque a niveles muy inferiores a los observados con posterioridad a la quiebra de Lehman Brothers. Hacia mediados de mayo los apoyos fiscales y monetarios anunciados por el Banco Central Europeo, la Comunidad Europea y el Fondo Monetario Internacional para dichas economías en problemas, hicieron ceder las primas de riesgo. De esta forma, varias monedas de países emergentes volvieron a apreciarse frente al dólar y al euro, tendencia que también la presentó el peso colombiano.

Con todo este panorama, es probable que el resto del año la demanda externa siga débil, pero recuperándose, y que las tasas de interés de los bancos centrales de las principales economías desarrolladas se mantengan bajas. Los precios internacionales de los principales productos básicos que exporta Colombia podrían continuar en niveles superiores a los registrados en 2009.

Por todo lo anterior, el equipo técnico del Banco incrementó su rango de pronóstico para 2010, desde un intervalo entre 2,0% y 4,0% a uno entre 3,5% y 5,5%. Si bien este nuevo rango implica una aceleración del crecimiento económico mayor al esperado, los indicadores de capacidad instalada de la industria y la debilidad

en el mercado laboral y en la demanda externa sugieren que la brecha de producto podría terminar en el presente año, e inclusive hasta mediados del siguiente, en terreno negativo.

Con este entorno macroeconómico, en los meses de mayo, junio y julio de 2010 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió mantener inalterada la tasa de referencia en 3%, y espera que dicho nivel de la tasa de política contribuya al crecimiento de corto plazo, sin que ello ponga en riesgo la meta de inflación del presente y siguiente años. También reitera que las acciones futuras de política monetaria dependerán 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

Édgar Caicedo

Anderson Grajales

Daniel Parra

José David Pulido

Rafael Puyana

José Vicente Romero

Alejandro Reyes

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Rocío Betancourt, Luis Hernán Calderón, Daira Garrido y Carolina Arteaga, jefa y profesionales expertos de la Sección de Programación Macroeconómica, respectivamente; Eliana González, profesional experta del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Enrique López E., investigador principal de la Unidad de Investigaciones, Silvana Mantilla, Sebastián Ramírez y Jessica Aranda estudiantes en práctica.

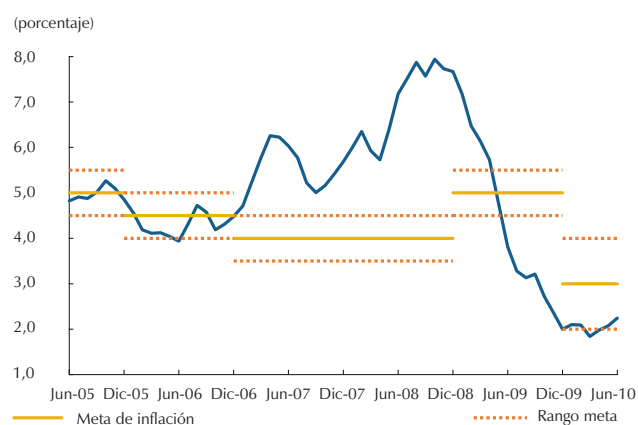
I. LA INFLACIÓN Y SUS DETERMINANTES

La inflación en el segundo trimestre fue menor de la esperada porque el fenómeno de El Niño tuvo un impacto moderado y por la mayor apreciación del peso.

En el primer trimestre, el crecimiento de la economía superó los pronósticos, impulsado principalmente por la demanda interna. Pese a ello la economía continuó mostrando excesos de capacidad productiva.

El empleo mostró signos de recuperación, pero la tasa de desempleo se mantuvo relativamente alta. Ello, junto con unas bajas expectativas de inflación permitió que los ajustes salariales se ubicaran dentro del rango meta.

Gráfico 1
Inflación anual al consumidor



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

A. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

En Colombia la inflación anual al consumidor (IPC) aumentó ligeramente durante el segundo trimestre del año, manteniéndose muy cerca del límite inferior del rango meta de largo plazo (2%-4%): para junio el resultado fue 2,25%, frente a 1,84% de marzo (Gráfico 1). El aumento de la inflación anual resultó significativamente menor que lo esperado por el *Informe sobre Inflación* de marzo y por el mercado. Entre enero y junio los precios al consumidor aumentaron 2,5%, uno de los ajustes más bajos que se han observado para un primer semestre de cualquier año desde que se tiene información estadística (1955), pero que resulta un poco mayor que el de 2009 (2,2%).

En los tres últimos meses las presiones sobre la inflación anual al consumidor provinieron de la canasta de alimentos y de los precios de servicios regulados, principalmente. Los otros dos componentes del IPC —transables y no transables sin alimentos ni regulados— no presentaron aumentos (Cuadro 1).

Cuadro 1
Descomposición de la inflación anual según presiones alcistas a junio de 2010

Descripción	Ponderación	Crecimiento anual					Participación porcentual en la aceleración del segundo trimestre	Participación en puntos porcentuales en la aceleración (año corrido)
		Dic-09	Mar-10	Abr-10	May-10	Jun-10		
Inflación								
Total	100,0	2,0	1,8	2,0	2,1	2,2	100,0	0,2
Sin alimentos	71,8	2,9	2,4	2,4	2,5	2,5	18,3	(0,3)
Transables	26,0	1,4	0,3	(0,3)	(0,5)	(0,5)	(50,6)	(0,5)
No transables	30,5	4,4	3,8	3,9	4,0	3,8	4,4	(0,2)
Regulados	15,3	2,6	3,4	3,8	4,6	5,1	64,5	0,4
Alimentos	28,2	(0,3)	0,3	0,9	1,0	1,5	81,7	0,5
Hortalizas, frutas, tubérculos y leche	5,1	(4,2)	0,6	3,1	2,9	4,3	45,9	0,4
Cereales, aceites y otros	8,0	(3,9)	(2,7)	(2,7)	(2,4)	(1,5)	22,4	0,2
Comidas fuera del hogar y otros	11,6	5,1	4,1	4,2	4,4	4,3	6,2	(0,1)
Carne de res y sustitutos	3,5	(4,1)	(6,2)	(5,1)	(5,6)	(5,3)	7,1	(0,0)

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Para el segundo trimestre del año los modelos anticipaban un incremento de la inflación anual, en buena parte asociada con los efectos del fenómeno de El Niño sobre los precios de los alimentos. Sin embargo, el impacto de este fenómeno fue menor que el observado en episodios anteriores y estuvo contrarrestado por otros hechos que ejercieron presiones bajistas sobre los ajustes de precios. En particular, la caída en la ventas a Venezuela siguió repercutiendo en los precios de los alimentos, como viene sucediendo desde finales del año pasado, y permitió ajustes que estuvieron por debajo de lo normal para esta época del año, sobre todo dada la presencia del fenómeno de El Niño.

Otro factor que ayudó a contener las alzas de precios, e incluso permitió descensos, fue la apreciación acumulada del tipo de cambio, factor que, además, se acentuó en los últimos meses por el fortalecimiento del peso. De igual manera, los precios externos de los productos manufacturados han tendido a mantenerse estables, e incluso se han reducido debido al poco dinamismo de la demanda mundial, especialmente en los países desarrollados, y esto se ha transmitido a los precios internos y ha reforzado los efectos desinflacionarios de la apreciación del peso.

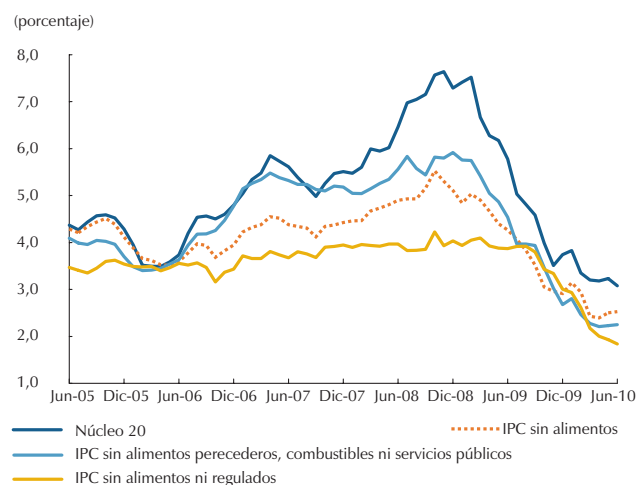
La inflación anual se ha mantenido en un bajo nivel pese a la aceleración del crecimiento económico interno y a la clara recuperación de la demanda interna en la primera mitad del año, con el consumo a la cabeza. Esto fue posible gracias a que la economía continuó exhibiendo excesos de capacidad productiva que limitaron la aparición de presiones sobre los precios y a esto se sumaron unas expectativas de inflación bajas situadas dentro del rango meta establecido por las autoridades monetarias.

1. Inflación básica

Los diferentes indicadores de inflación básica monitoreados por el Banco de la República tendieron a estabilizarse en bajos niveles durante el segundo trimestre, después de la caída que exhibieron desde marzo del año pasado. A junio el promedio de los cuatro indicadores (2,4%) es similar al observado hace tres meses (2,5%) y se sitúa dentro del rango meta de largo plazo.

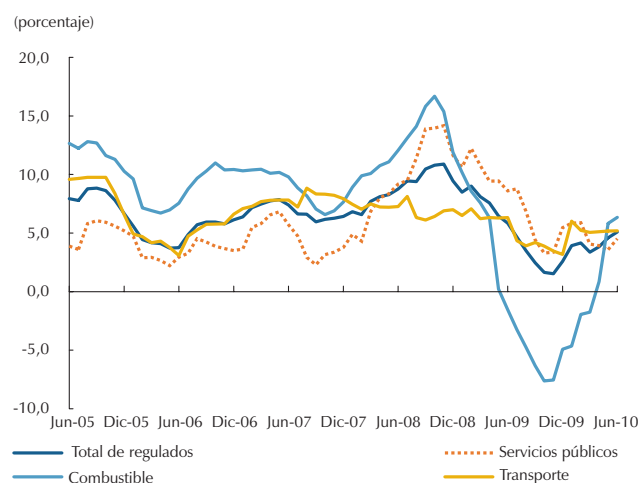
Salvo el IPC sin alimentos ni regulados que registró en junio una variación anual de 1,8%, los demás indicadores de inflación básica se situaron dentro del rango meta de largo plazo. La variación anual del IPC sin alimentos fue 2,5% frente a 2,4% en marzo y 2,9% en diciembre. El núcleo 20 continuó siendo el indicador que exhibe el nivel más alto (3,1%), como ha sucedido desde hace varios años (Gráfico 2).

Gráfico 2
Indicadores de inflación básica anual



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3
Inflación anual de regulados y sus componentes



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El comportamiento de la inflación básica ratifica la ausencia de presiones inflacionarias importantes durante la primera mitad del año 2010. La inflación básica también ha resultado favorecida por la apreciación del peso, por las bajas expectativas y por la caída de la inflación anual en 2009, que se ha traducido en pocos ajustes de precios en 2010 gracias a los numerosos mecanismos de indexación existentes (salarios, contratos de precios, fórmulas de regulación).

Concentrándonos en el IPC sin alimentos y sus componentes principales, en el segundo trimestre las presiones alcistas provinieron exclusivamente de los precios de bienes y servicios regulados (Gráfico 3). Algo similar sucedió en el primer trimestre del año. El aumento de la variación anual del IPC de regulados (a 5,1% en junio desde 3,4% en marzo) fue mayor que el previsto en el pasado *Informe sobre Inflación*, y se presentó tanto en las tarifas de servicios públicos como en el precio de los combustibles.

Las presiones a la baja sobre el IPC sin alimentos están asociadas con la apreciación y los menores precios de las manufacturas.

En el caso de los servicios públicos el fenómeno de El Niño contribuyó a reajustes relativamente altos en las tarifas domiciliarias de energía, las cuales presentaron una variación anual de 7,7% al finalizar el trimestre. La sustitución de las fuentes hídricas por térmicas para la generación eléctrica produjo aumento en los costos de prestación del servicio a los usuarios, que se tradujeron en aumentos de tarifas para el consumidor final. Adicionalmente, la unificación tarifaria en el componente de distribución del servicio eléctrico en la zona oriental del país (Huila, Boyacá, Arauca, Cundinamarca y Bogotá) también ha conllevado y puede conllevar ajustes en las tarifas por encima de la meta de inflación. Dicha nivelación implicará alzas para las tarifas de Bogotá con un efecto sobre el IPC de alguna importancia.

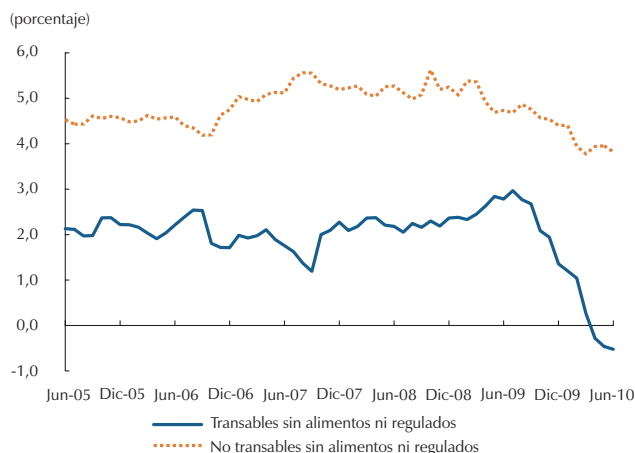
Con respecto a los precios de los combustibles, en abril se efectuó un ajuste de \$200 (equivalente al 2,7%), que se sumó a uno igual efectuado en febrero. Según el Gobierno, los aumentos se han justificado por el desfase existente entre el precio internacional y el precio interno (una vez se descuentan los impuestos), el cual ha subsistido pese a la apreciación del tipo de cambio y a la caída del precio internacional del petróleo en el segundo trimestre. Los costos de los combustibles, que incluyen no sólo gasolina sino diésel, podrían trasladarse a los fletes del transporte en los próximos meses, con efectos alcistas sobre los precios de la canasta del consumidor.

Dentro del IPC sin alimentos las presiones bajistas asociadas con la apreciación del peso y con los menores precios de las manufacturas siguieron recayendo principalmente en el IPC de transables. La variación anual de este indicador continuó en terreno negativo durante el segundo trimestre, al situarse en -0,5% en junio (Gráfico 4). Otros factores que estarían incidiendo en este comportamiento es la debilidad de la demanda, en especial por la caída de las ventas hacia Venezuela, que en sectores como automóviles ha tenido un impacto importante. En lo corrido del año, incluido el segundo trimestre, se observaron caídas absolutas en precios de vehículos, celu-

lares y la mayoría de electrodomésticos, entre otros, en magnitudes que han superado las reducciones en periodos pasados.

Por su parte, la variación anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados se redujo un poco en los últimos tres meses, luego de las caídas más significativas que se observaron entre octubre del año pasado y marzo de este año (Gráfico 4). Así, a junio este indicador continuó por debajo del techo del rango meta. La presencia de excesos de capacidad productiva, pese a la aceleración del crecimiento, las expectativas de inflación bajas y coherentes con la meta de largo plazo del mercado, la indexación de los precios de esta subcanasta a partir de la baja inflación de finales de 2009 y los ajustes en salarios, también compatibles con la meta, explican la tendencia descendente de la variación anual del IPC de no transables en lo corrido del año.

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

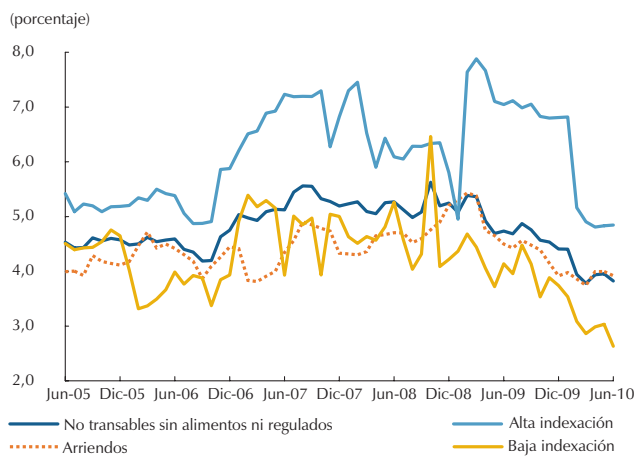


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Dentro de la canasta de no transables sin alimentos ni regulados se pueden distinguir tres tendencias. La primera, correspondiente a rubros que suelen tener un componente indexado alto, tales como los servicios de salud, educación y financieros, entre otros, para los cuales se observó una caída significativa en la variación anual en el primer trimestre del año, pero que se interrumpió en el segundo. Así, esta variable pasó de 6,8% en diciembre a 4,8% en abril, mes a partir del cual se ha estabilizado. De todas maneras, la tasa anual todavía es alta con respecto a la meta, y es probable que se mantenga en este nivel el resto del año, puesto que las actualizaciones de precios suelen ser pocas durante el segundo semestre en este grupo de ítems. Otra tendencia es la que exhiben los arriendos, en cuyo caso la variación anual se mantuvo muy cerca del techo del rango meta en el primer semestre, incluyendo los últimos tres meses. Las caídas más recientes en este caso se dieron en 2009, y en el pasado estuvieron asociadas con retrocesos importantes de la demanda interna, como sucedió a finales del siglo pasado y comienzos de éste. Una tercera tendencia es la de los precios de bienes y servicios caracterizados por un menor grado de indexación. Estos rubros que aglutinan, sobre todo, a servicios intensivos en mano de obra, suelen

ser más sensibles a los cambios en la demanda interna y eso explicaría la reducción que se observó en su variación anual en los dos primeros trimestres de este año y su menor nivel (en junio 2,6% frente a 3,7% en diciembre de 2009 y 2,9% en marzo de este año) (Gráfico 5).

Gráfico 5
Inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados

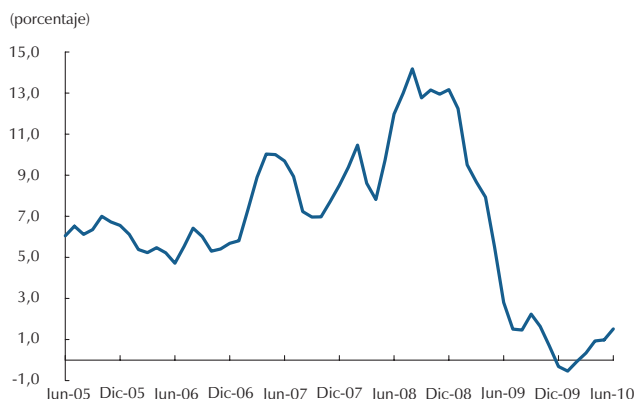


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

2. Inflación de alimentos

La inflación anual de alimentos aumentó en el segundo trimestre, revirtiendo la marcada tendencia decreciente que traía desde finales de 2008 (Cuadro 1 y Gráfico 6). La aceleración, aunque era esperada, fue significativamente menor que la prevista en el informe trimestral anterior. Para marzo el resultado siguió siendo bajo comparado con episodios pasados, y en especial para períodos en los que se presentó un fenómeno de El Niño.

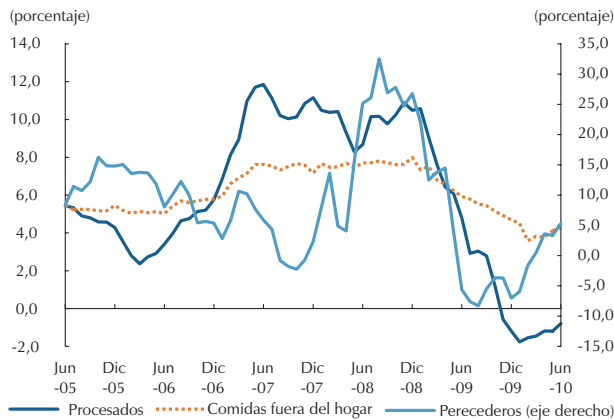
Gráfico 6
Inflación anual de alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Para los últimos tres meses se esperaban alzas en los precios de aquellos alimentos susceptibles a los cambios en el régimen de lluvias. Aunque se registraron aumentos asociados con las bajas precipitaciones, éstos fueron significativamente menores que los previstos en los informes anteriores y se concentraron, en especial, en los alimentos más perecederos tales como hortalizas, legumbres y algunos tubérculos. Otros precios, como los de la carne y productos lácteos que suelen subir en épocas de El Niño, no lo hicieron en esta oportunidad, y sus niveles se mantuvieron prácticamente estables frente a lo observado en el primer trimestre (Gráfico 7).

Gráfico 7
Inflación de alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Entre los diferentes factores que se pueden citar para explicar el menor aumento de los precios y de la inflación de alimentos está la caída de las ventas a Venezuela, fenómeno que ya había tenido efectos deflacionarios desde finales del año pasado. Así mismo, la apreciación del peso ayudó a moderar las alzas en los precios de alimentos importados como cereales y aceites. A esto también contribuyó la estabilidad que mostraron las cotizaciones internacionales en el primero y segundo trimestres, a diferencia de lo acontecido en 2008 y parte de 2009, cuando cayeron fuertemente.

Por otro lado, hay que tener en cuenta que la inflación al consumidor y la de la canasta de alimentos puede ser hoy en día menos vulnerable a los cambios en los precios de los alimentos más perecederos, debido a la menor importancia asignada a éstos en el IPC. En la revisión del IPC de diciembre de 1978 la ponderación de alimentos como hortalizas, frutas y tubérculos se situaba en 11,9%, para 1998 había pasado a 9,2% y en la de 2008, vigente en la actualidad, es de sólo 2,8%. Otro factor que también puede haber contribuido a la menor vulnerabilidad en esta ocasión fue un posible aumento de la oferta de hortalizas, la cual habría sustituido la producción de algunos cultivos transables como flores, cuya rentabilidad se habría reducido. Por último, mejoras tecnológicas como el riego y la biotecnología podrían haber contribuido a aumentar la productividad y así menguar el impacto de los cambios climáticos en la producción.

B. DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

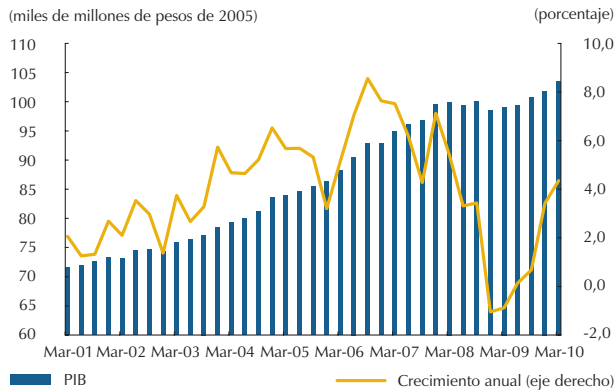
1. Demanda agregada

De acuerdo con las cifras del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), el producto interno bruto (PIB) para el primer trimestre de 2010, calculado a partir de una nueva metodología, creció a una tasa anual de 4,4%, cifra superior a la prevista por el consenso de los analistas y por el Banco de la República en su pasado *Informe sobre Inflación* (2,3% a 3,1%). Comparado con el del trimestre inmediatamente anterior, el PIB del primer trimestre de este año aumentó 1,5%, completándose así cinco períodos consecutivos de aumentos en la actividad económica (Gráfico 8).

El crecimiento anual del PIB en el primer trimestre fue de 4,4%, mayor que el proyectado por el Banco.

La gran diferencia entre el comportamiento observado y esperado del PIB se puede atribuir a dos factores. En primer lugar, a las significativas innovaciones metodológicas introducidas en el cálculo del PIB, que incluyeron una revisión del año base de cuentas nacionales (de 2000 a 2005). Un cambio importante consistió en la implementación de índices encadenados para medir la evolución real del PIB y sus componentes, con lo cual se actualiza año tras año las ponderaciones de los

Gráfico 8
Producto interno bruto (PIB)



Fuente: DANE.

elementos que conforman el PIB (véase Recuadro 1 para detalles sobre las ventajas y desventajas de la nueva metodología). En conjunto, la revisión metodológica y el cambio de base condujeron a revisiones importantes en las series (por ejemplo, el crecimiento de 2009 pasó de 0,4% a 0,8%; el del cuarto trimestre de 2,5% a 3,4%) y a cambios en las participaciones sectoriales que eran imposibles de anticipar y que explicaron una parte importante del error de pronóstico.

En segundo lugar, el error de pronóstico también se explica por una subestimación en el comportamiento de la demanda interna, tanto de la privada como de la pública. Todo apunta a que la restitución de la confianza

de los consumidores y empresarios se dio en el primer trimestre de una forma más rápida que la prevista, a lo que se sumó una recuperación del crédito en medio de bajas tasas de interés y abundancia de recursos prestables. Los indicadores de actividad económica que fueron divulgados con posterioridad a la publicación del pasado *Informe sobre Inflación* dieron señales en esta dirección y permitieron hacer una revisión interna al alza de los pronósticos en el transcurso del trimestre.

Con respecto al PIB observado por tipo de gasto, el crecimiento en el primer trimestre de 2010 estuvo impulsado en gran medida por el comportamiento del consumo privado (Cuadro 2)¹. Durante este período las compras de los hogares se expandieron 3,5% en términos anuales, destacándose la importante dinámica

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

	2009				2009 año completo	2010 I trim.	I trim. 2010 Contribuciones (pp) ^{a/}
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.			
Consumo total	(0,0)	1,4	1,3	2,5	1,3	4,0	3,2
Consumo final del Gobierno	(0,7)	2,4	3,2	5,3	2,6	6,1	0,9
Consumo de hogares	(1,5)	1,6	1,2	3,1	1,1	3,5	2,3
Formación bruta de capital							
Formación bruta de capital fijo	0,8	2,7	3,5	5,7	3,2	8,0	1,9
Exportaciones totales	7,0	(2,2)	(6,8)	(12,0)	(3,9)	(6,3)	(1,2)
Importaciones totales	(1,6)	(11,2)	(12,7)	(10,2)	(9,0)	2,2	(0,5)
PIB	(0,9)	0,1	0,7	3,4	0,8	4,4	4,4

a/ Cálculos del Banco de la República.
Fuente: DANE.

1 A la fecha no se conoce la serie de variación de existencias y, por tanto, tampoco la de formación bruta de capital.

El crecimiento en el primer trimestre de 2010 estuvo impulsado en gran medida por el consumo privado.

mostrada por la adquisición de bienes durables como vehículos. El incremento en el consumo privado puede explicarse por varios factores: i) por un aumento en el ingreso disponible para consumo, gracias al menor servicio de deuda que resultó de la caída de las tasas de interés de mercado; ii) por la relativa mejoría en la calidad del empleo, así como por la reciente disminución en la tasa de desempleo; iii) por una baja tasa de inflación y en especial por el abaratamiento de los bienes importados, lo cual aumentó el poder adquisitivo de los ingresos de las familias, y iv) por una mejor percepción de las condiciones económicas actuales y futuras.

Algunos de estos factores habían empezado a actuar desde mediados del año pasado, pero a comienzos de 2010 parecen haber cobrado fuerza. Gracias a ello, el consumo de los hogares completó cuatro trimestres con crecimientos anuales positivos. Esto permitió que para el primer trimestre de este año su nivel ya supere en 1,9% el máximo observado antes de la recesión (en el primer trimestre de 2008).

Al mejor desempeño del consumo privado se sumó un consumo del Gobierno que creció a un ritmo anual de 6,1%, significativamente mayor que el esperado. Sin embargo, dado que su peso dentro del PIB es menor que el del consumo privado, contribuyó más modestamente al crecimiento total. El consumo público también había tenido un aumento importante hacia finales del año pasado.

La recuperación del gasto también cobijó a la formación bruta de capital fijo, la cual tuvo un crecimiento relativamente alto (8,0%) en el primer trimestre de 2010, que contrasta con el observado en los últimos dos años (excepto el cuarto trimestre de 2009). A pesar de esta recuperación, su tasa de crecimiento aún dista de las máximas observadas en 2006, y todavía está por debajo de la expansión anual promedio registrada desde 2001.

Durante los primeros tres meses de este año la formación bruta de capital fijo estuvo impulsada por la inversión en obras civiles, de manera similar a como sucedió durante buena parte de 2009. Con respecto a la inversión diferente de obras civiles, aunque no se dispone de series oficiales, es posible inferir una nueva contracción en el primer trimestre que, sin embargo, sería menor que las registradas en la segunda mitad del año pasado. Lo anterior es consistente con el comportamiento de la producción nacional de maquinaria, así como con la recuperación en el nivel de las importaciones de bienes de capital. Es importante destacar que la formación bruta de capital fijo, medida con la nueva base 2005, se expandió durante todo 2009, a diferencia de lo que se estimó con la base anterior, cuando se presentaba un estancamiento.

Las importaciones crecieron a una tasa anual positiva por primera vez desde el cuarto trimestre de 2008.

Las exportaciones netas presentaron una contribución negativa al crecimiento del PIB. Por un lado, las importaciones crecieron a una tasa anual positiva por primera vez desde el cuarto trimestre de 2008. Esta expansión se explicó principalmente por mayores compras de bienes de consumo y de materias primas. Las exportaciones, por su parte, continuaron contrayéndose en términos anuales, aunque a una tasa menor que la observada el año pasado. Datos desagregados de ventas externas señalan que los productos que en mayor medida contribuyeron a detener la caída

de las exportaciones fueron flores, petróleo y vehículos; en este último caso hay indicios de sustitución parcial del mercado venezolano.

Por ramas de actividad económica la construcción total fue el sector que más aportó al crecimiento anual del PIB, al aumentar 16% con respecto al mismo período del año anterior (Cuadro 3). El importante dinamismo del sector fue resultado del comportamiento de las obras civiles, como ya se comentó. Por su parte, la construcción de edificaciones mostró una contracción anual (-2,3%), aunque con un tímido aumento frente al nivel señalado en el trimestre anterior. Esta leve expansión estaría asociada principalmente con la construcción de vivienda de interés social (VIS), que compensó el regular comportamiento de otros segmentos de la construcción de edificaciones, en especial de oficinas, locales y bodegas.

Cuadro 3
Variación anual del PIB por ramas de actividad económica
(porcentaje)

	2009				2009 Año completo	2010 I trim.	Contribución en pp al crecimiento anual del I trimestre de 2010 ^{a/}
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.			
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	(1,8)	(2,6)	0,7	2,3	(0,4)	(1,3)	(0,1)
Explotación de minas y canteras	10,3	8,6	7,5	11,9	9,6	13,2	0,8
Industria manufacturera	(7,9)	(9,9)	(4,9)	(0,5)	(5,9)	3,9	0,5
Electricidad, gas y agua	(0,6)	(0,5)	2,1	4,6	1,4	6,5	0,2
Construcción	1,1	18,3	14,7	25,2	14,6	15,9	1,0
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	(2,7)	(2,0)	(3,2)	(1,1)	(2,3)	3,6	0,4
Transporte, almacenamiento y comunicación	0,8	0,6	(2,0)	0,7	0,0	2,6	0,2
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	5,3	3,3	1,9	2,0	3,1	1,5	0,3
Servicios sociales, comunales y personales	0,5	0,7	2,5	1,6	1,3	4,1	0,6
Subtotal valor agregado	(0,5)	0,3	1,2	4,0	1,2	4,6	4,0
Impuestos menos subsidios	(4,7)	(4,9)	(4,5)	(2,5)	(4,2)	3,7	0,3
Producto interno bruto	(0,9)	0,1	0,7	3,4	0,8	4,4	4,4

a/ Cálculos del Banco de la República.
Fuente: DANE.

Además de la construcción, el sector minero también contribuyó de manera significativa al crecimiento del PIB, al expandirse 13,2% en términos anuales. El buen desempeño del sector sigue siendo el resultado del continuo aumento de la producción petrolera, que ha respondido a los importantes montos de recursos destinados

La industria creció 3,9%, mostrando una aceleración importante frente al trimestre anterior.

a tal rama durante los últimos años. Así mismo, la extracción de otros productos mineros, como el carbón y los no metálicos (que son dirigidos principalmente a la construcción) se mantuvo dinámica, creciendo a ritmos superiores al 5% anual.

Otros sectores que también hicieron una contribución significativa al crecimiento fueron los servicios, el comercio y la industria. En el caso de los servicios, que crecieron 4,1% anual en el primer trimestre, el mayor dinamismo se registró en los ofrecidos por el Gobierno, dejando en evidencia el papel desempeñado por el sector público en esta reactivación. Durante el primer trimestre en el comercio se presentó un importante incremento de las ventas minoristas de automóviles, electrodomésticos, equipos de informática, entre otros, lo que, junto con una notoria dinámica de los servicios de hotelería y de restaurantes, hicieron posible una expansión del PIB sectorial a una tasa anual de 3,6%. Por su parte, la industria creció 3,9% mostrando una aceleración importante frente al trimestre anterior. A pesar de que las ventas industriales al mercado externo siguen golpeadas por el decaimiento del comercio con Venezuela, la demanda interna y los procesos graduales de sustitución de mercados, que en algunos segmentos de la industria se han estado dando hacia Ecuador, Brasil y Centroamérica, han sostenido en gran parte la recuperación de la producción de dicha rama.

En contraste, el sector de más pobre desempeño durante el primer trimestre fue la agricultura, cuya actividad económica retrocedió 1,3% en términos anuales. La caída anual del PIB agrícola en el primer trimestre obedeció a una contracción del PIB del sector pecuario y a una producción cafetera que siguió mostrando niveles muy bajos con respecto al año anterior, afectada, entre otros factores, por la renovación de cultivos ocurrida en los últimos dos años.

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES EN DÓLARES EN MAYO DE 2010

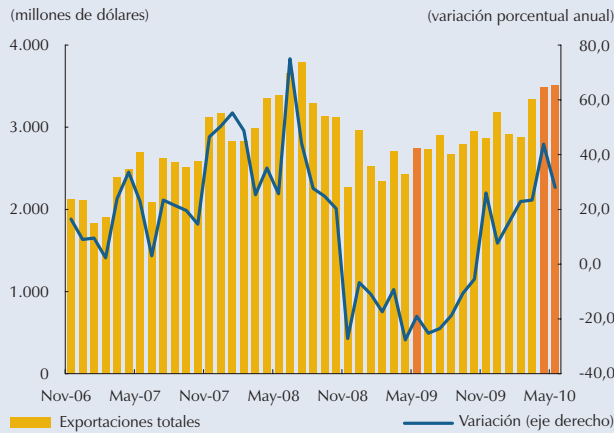
A la fecha de redacción de este informe el DANE había dado a conocer las cifras de comercio exterior hasta el mes de mayo de 2010. Durante abril y mayo las exportaciones totales en dólares alcanzaron en promedio US\$3.500 m, registrando un incremento de 35,4% con respecto al mismo período del año anterior (Gráfico A). Este comportamiento se explica por el aumento del valor de las ventas externas del sector minero en 56% y del sector industrial en 26%. En volúmenes aquéllas presentaron incrementos de 25,2% y 28,2%, respectivamente.

En cuanto a los principales productos de exportación, café, carbón, ferroníquel, y petróleo y sus derivados,

éstos representaron en promedio el 63% del total de las ventas externas de abril y mayo, aumentando durante estos meses 67% en valores y 27% en volúmenes con respecto a hace un año. Los destinos de estos productos fueron principalmente los Estados Unidos, China, India y Francia.

Por su parte, en los últimos dos meses el valor en dólares de las exportaciones del sector industrial, sin tener en cuenta los principales productos (café, derivados del petróleo, ferroníquel y oro), fue similar al observado durante el mismo período de 2009, implicando solamente un crecimiento anual de 0,1% (Gráfico B). Por destinos, en abril y mayo las ventas a Venezuela de

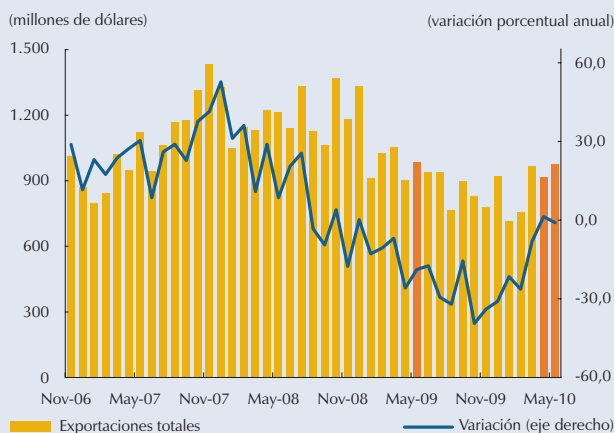
Gráfico A
Exportaciones totales
(mensual)



Fuente: DANE.

los productos de dicho sector se contrajeron 66,5% anual, mientras que a los Estados Unidos y al resto de países (sin los Estados Unidos ni Venezuela) aumentaron 34% y 48% en términos anuales, respectivamente (Gráfico C). Cabe destacar que dichas ventas a Ecuador aumentaron 45,3% con respecto al mismo período del año anterior, a la Unión Europea 46,4%, a los países de la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi), sin Venezuela, 68,4% y a Asia 74,7%; destinos que, sumados, representan un poco más del 49% de las exportaciones industriales sin principales productos.

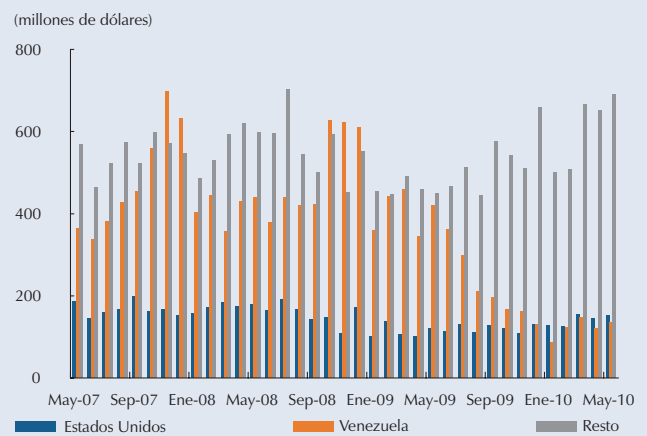
Gráfico B
Exportaciones industriales sin principales productos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

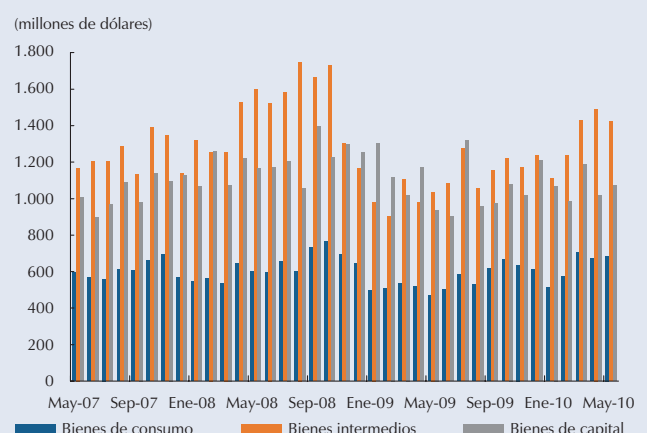
Las importaciones totales (CIF) en abril y mayo fueron en promedio US\$3.183 m, valor mayor en 24,4% al registrado durante los mismos meses del año anterior. El aumento de las importaciones se debió principalmente a las mayores compras de bienes de consumo (37,4%), particularmente de bienes duraderos, y de bienes intermedios (44,5%), específicamente combustibles y bienes para la industria. Las compras de bienes de capital, por su parte, durante dicho período registraron una leve disminución de 0,8% con respecto a hace un año (Gráfico D).

Gráfico C
Exportaciones industriales sin principales productos hacia los Estados Unidos, Venezuela y resto^{a/}



a/ No considera café, derivados del petróleo, ferrometalurgia ni oro.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico D
Importaciones de bienes (CIF)

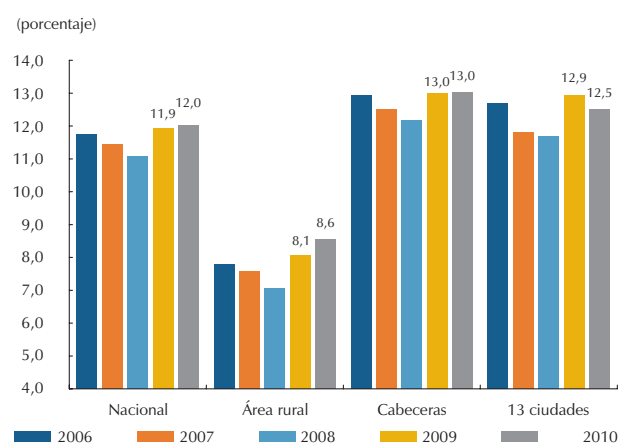


Fuente: DANE.

2. Mercado laboral y costos salariales

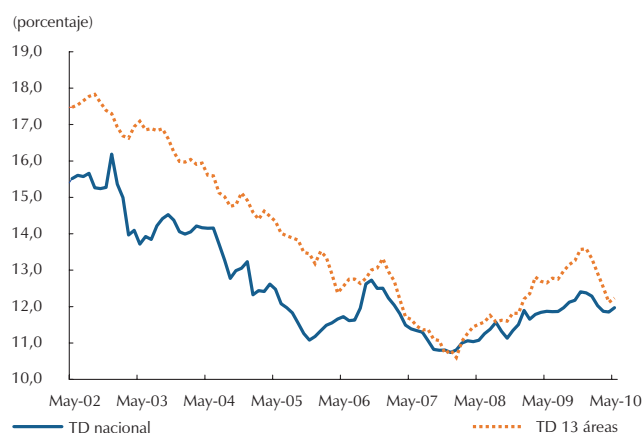
La información disponible indica que el mercado laboral ha comenzado a recuperarse. La tasa de desempleo ha disminuido principalmente debido a que la presión de la oferta laboral ha cedido, y aunque el empleo ha crecido poco, su calidad ha mejorado. Pese a lo anterior, la tasa de desempleo aún se ubica en niveles altos, por lo que el mercado continúa holgado. Esto podría compensar el incremento esperado en la demanda de trabajo, evitando la aparición de presiones inflacionarias vía costos salariales, por lo menos durante el resto del año.

Gráfico 9
Tasa de desempleo, según áreas
(trimestre móvil)
(marzo-abril-mayo)



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

Gráfico 10
Tasa de desempleo (TD)
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

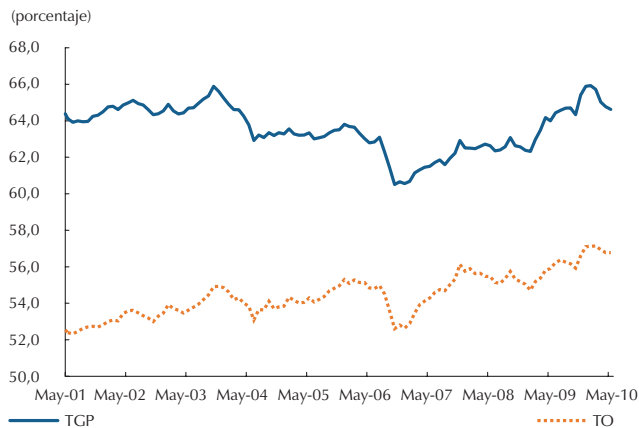
Según la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH), en lo corrido del segundo trimestre el deterioro del desempleo cesó. Así, para el trimestre de marzo a mayo la tasa de desempleo (TD) para el total nacional dejó de aumentar en términos anuales, y se mantuvo en 12%. En las trece áreas incluso disminuyó, pasando de 12,9% en el mismo período de 2009 a 12,5% en 2010 (Gráfico 9). Más aún, al analizar las series desestacionalizadas se observa que a lo largo del trimestre la TD se redujo frente a los niveles observados a finales de 2009 y a principios de 2010², tanto para el total nacional como para las áreas urbanas (Gráfico 10).

El descenso en la TD está asociado principalmente con una menor presión de la oferta laboral. Como se mencionó en informes anteriores, algunas de las causas de la expansión de la oferta laboral en 2009 fueron la mayor inestabilidad y la pérdida en la calidad del empleo del jefe de hogar, así como el deterioro de los ingresos de los hogares. La información disponible apunta a que estos factores han presentado una mejoría en 2010, como lo sugiere el descenso en la tasa de subempleo para los jefes de hogar y la misma caída en la TD para este segmento de la población. Adicionalmente, existe evidencia de que los ingresos de los trabajadores se han recuperado desde finales de 2009³. Con estas nuevas condiciones, los agentes secundarios del hogar podrían estar frenando su entrada al mercado laboral en busca de empleos complementarios. Es posible que ésta sea

2 Aunque en el mes de mayo el desempleo presentó un pequeño repunte, es probable que éste resulte ser un incremento transitorio. Esto se debe a que la mayor expansión económica que se proyecta para 2010, y los indicios de una actividad productiva que se ha recuperado en lo corrido del año, pueden llevar a pensar que la reducción del desempleo en términos anuales se mantendrá en los siguientes meses.

3 Por ejemplo, información de la GEIH indica que los ingresos de los trabajadores asalariados de tiempo completo comenzaron a crecer en términos anuales desde el cuarto trimestre de 2009.

Gráfico 11
Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)
(trimestre móvil desestacionalizado)



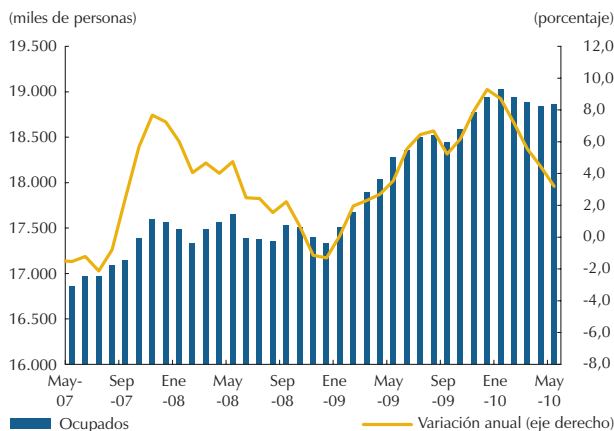
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

la razón detrás de la disminución de la tasa global de participación (TGP) desde los picos que se observaron a principios de este año (Gráfico 11).

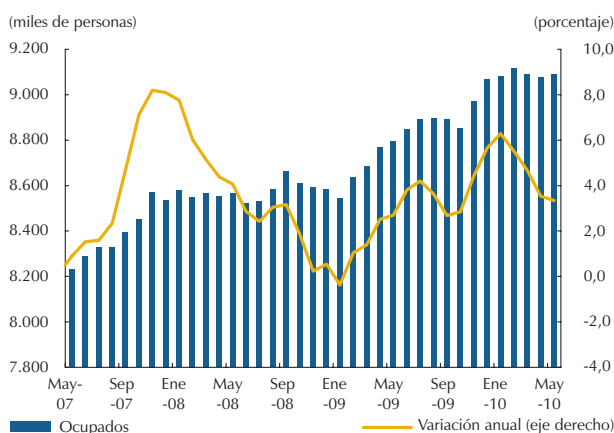
Con respecto a la demanda de trabajo, la GEIH muestra que el empleo total siguió creciendo en términos anuales, aunque a un menor ritmo que en trimestres anteriores. Además, cuando se examinan las series desestacionalizadas, se observa un estancamiento en sus niveles en lo corrido del año (Gráfico 12), a pesar de una recuperación del empleo asalariado. Esta tendencia obedece a que el empleo no asalariado cayó, sugiriendo una sustitución de empleo informal de baja calidad por empleo formal de más alta calidad (Gráfico 13). La experiencia ha mostrado que las recuperaciones económicas, en sus inicios, usualmente vienen acompañadas de este tipo de ajustes en el mercado laboral. Esto sucede porque las mejores perspectivas de actividad económica y los relativamente bajos ajustes salariales permiten una mayor creación de empleo de calidad.

Gráfico 12

A. Ocupados en el total nacional
(trimestre móvil desestacionalizado)



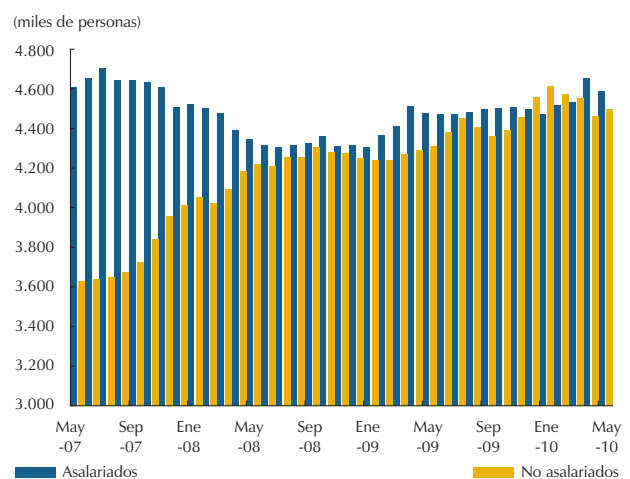
B. Ocupados en las 13 áreas metropolitanas
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

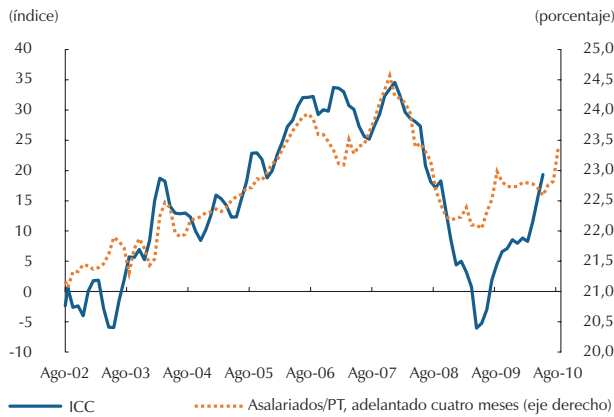
El incremento en el empleo asalariado está llevando a que los hogares tengan una mejor percepción de las condiciones laborales actuales y de las expectativas de ingresos futuros, incrementando su confianza. Este efecto puede ilustrarse de manera más clara con la relación cercana que existe entre el número de empleos asalariados por cápita y el índice de confianza del

Gráfico 13
Ocupados por tipo de empleo
(13 áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

Gráfico 14
Asalariados como proporción de la población total e ICC^{a/}
(13 áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



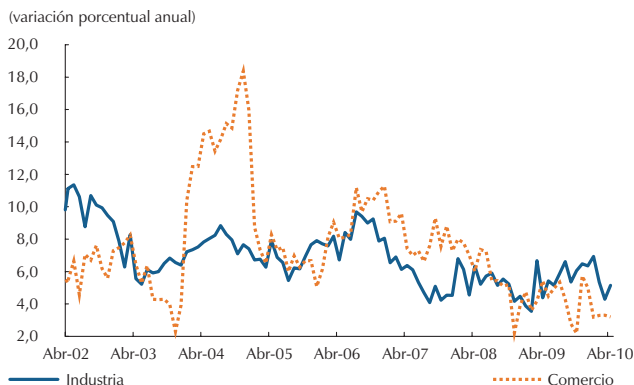
a/ El ICC corresponde al promedio móvil de tres meses, y los asalariados corresponden a la serie desestacionalizada.
Fuentes: DANE y Fedesarrollo; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 15
Índice de salarios sectoriales nominales: construcción pesada y vivienda



Nota: obreros: maestro, obrero, oficial, inspector, topógrafo y cadenero; empleados: ingeniero director, ingeniero auxiliar, almacenista, contador, celador, mecánico y laboratorista.
Fuente: DANE (ICCP, ICCV)

Gráfico 16
Índice de salarios sectoriales nominales: industria y comercio



Fuente: DANE (MMM y MMCM).

consumidor (ICC) de Fedesarrollo (Gráfico 14). Adicionalmente, aunque existen varios determinantes del consumo interno, el alza en la confianza de los agentes podría explicar parte del mayor crecimiento que ha tenido este componente del PIB en 2010. Por tanto, el mayor acceso a trabajos de calidad estaría acompañando la recuperación del consumo de los hogares en lo corrido del año.

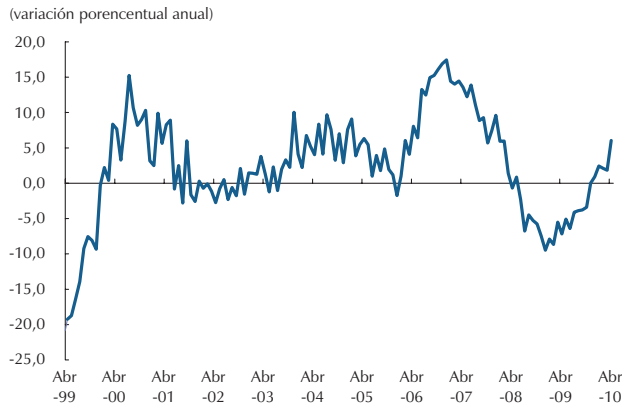
Pese a los signos de recuperación de las condiciones laborales, las presiones sobre los salarios han sido reducidas. Esto ha sido posible porque, además de tener un mercado aún holgado con TD altas, las expectativas de inflación siguen controladas y porque el ajuste del salario mínimo para este año fue bajo. Todo ello sigue permitiendo incrementos cada vez menores en los salarios, los cuales son compatibles con las metas de inflación de largo plazo.

En efecto, en junio el ritmo anual de ajuste de los salarios nominales en la construcción se ubicó entre 3,0% y 3,9%, frente a un rango de 3,7% a 4,3% en el primer trimestre (Gráfico 15). Así mismo, los ajustes en la industria y el comercio se realizaron en abril a un ritmo de 5,1% y 3,3% anual respectivamente, frente a crecimientos de 6,3% y 5,3% anual en el primer trimestre (Gráfico 16).

Para los próximos trimestres se vislumbran factores que podrían presionar al alza los salarios. En particular se prevé un menor ritmo de expansión de la oferta laboral, que debe venir acompañado por una mayor demanda de trabajo, si se verifican los pronósticos de crecimiento económico. Así mismo, se considera que cada vez puede ser menos viable atender los incrementos esperados de producción con ganancias en la productividad, como ha sido el caso hasta ahora en sectores como la industria manufacturera (Gráfico 17). Lo anterior ampliaría aún más la demanda de trabajo.

Sin embargo, existen también factores que continuarían limitando los ajustes salariales. En primer lugar, es posible que la TD, pese a las reducciones que se prevén, se mantenga el resto del año por encima de lo que se considera como su nivel natural (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment [Nairu por su sigla en inglés]), según se muestra en la sección I.4 de este

Gráfico 17
Productividad por hora trabajada en la industria



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

informe (excesos de capacidad productiva y presiones de demanda). Esto implica que el mercado laboral permanecerá relativamente holgado en los próximos dos trimestres. En segundo lugar, se estima que el ajuste del salario mínimo seguirá transmitiéndose al resto de salarios de manera importante, lo que, junto con la baja inflación esperada (como se discute en el tercer capítulo de este informe), mantendrá controlados los aumentos de los salarios.

Dadas estas presiones a la baja y a la baja, en este informe se considera que los salarios nominales dejarían de desacelerarse en los próximos meses. Sin embargo, se espera que sus ajustes aún sean relativamente bajos y compatibles con la meta de inflación en 2010, por lo

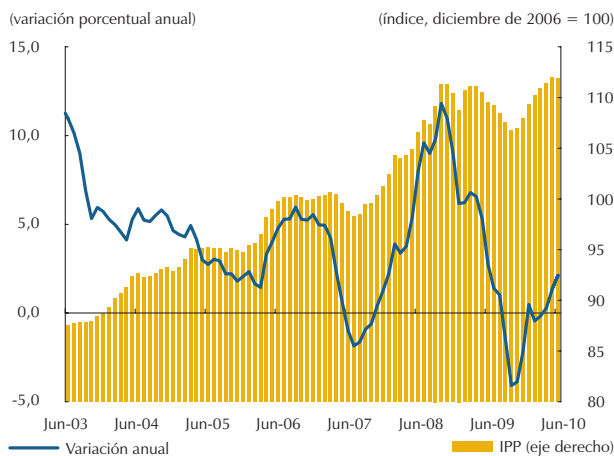
que es reducida la probabilidad de que se presenten presiones salariales sobre la inflación en los próximos trimestres.

3. Otros costos

En el segundo trimestre las variaciones anuales de los precios al productor y de los costos no salariales continuaron aumentando levemente, y las presiones se originaron tanto en los precios de los bienes importados como en los nacionales, especialmente en combustibles y algunos alimentos. Como resultado, la inflación anual al productor, medida por el índice de precios al productor (IPP), se aceleró de -0,2% en marzo a 2,1% en junio (Gráfico 18).

Pese a la aceleración de la inflación anual, los ajustes mensuales de los últimos meses han sido cada vez menores y el IPP ha tendido a estabilizarse: en junio la inflación mensual fue de -0,1%, frente a 0,5% para abril y mayo, y 0,9% para el primer trimestre en promedio. Por tanto, el aumento reciente en la inflación anual es, sobre todo, el resultado de una base de comparación baja, dada la caída importante de precios observada en el segundo trimestre de 2009 (Gráfico 18).

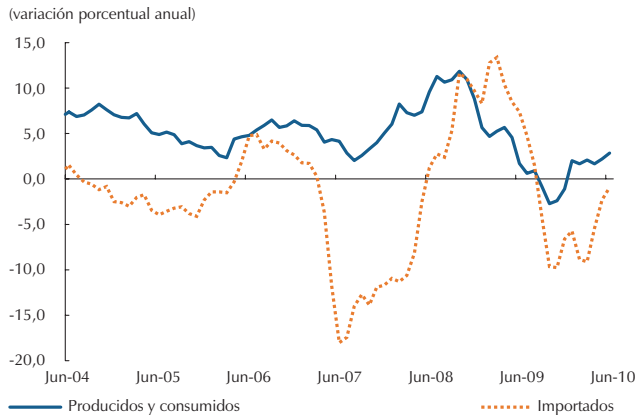
Gráfico 18
IPP total



Fuente: DANE.

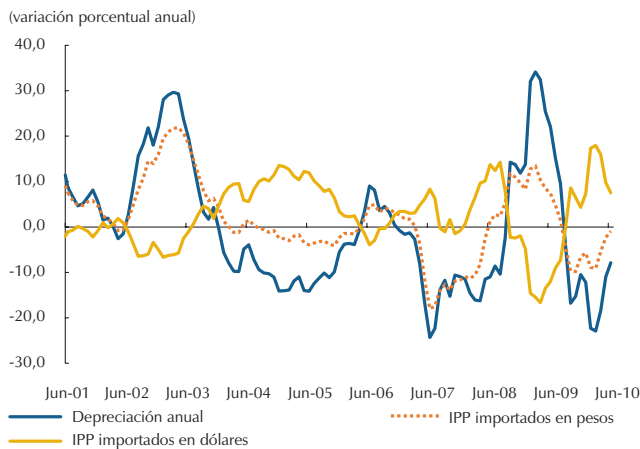
Descomponiendo por procedencia, los aumentos en las variaciones anuales se presentaron tanto en el IPP de importados como en el de producidos y consumidos. Estas tendencias llevaron a que el componente importado registrara una variación anual de -0,9% en junio frente a -9,1% en marzo. Por su parte, el componente nacional creció a una tasa anual de 2,9% frente a 2,1% anual en marzo (Gráfico 19).

Gráfico 19
IPP por procedencia



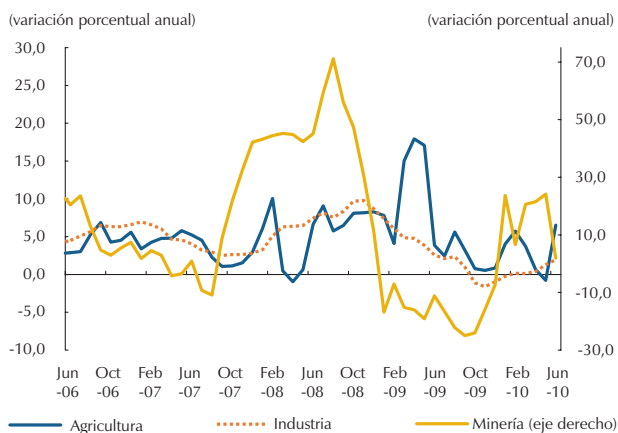
Fuente: DANE.

Gráfico 20
IPP implícito en dólares



Fuentes: DANE y Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 21
IPP de producidos y consumidos por ramas de actividad económica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El IPP de importados siguió influenciado por la apreciación del peso en el segundo trimestre, lo que permitió variaciones anuales negativas en este indicador (Gráfico 20). Para lo que resta del año es probable que el IPP importado comience a mostrar crecimientos anuales positivo, incluso si el tipo de cambio se mantiene estable y los precios en dólares no aumentan. Esto se debe a que el IPP importado cayó en igual período de 2009, lo que ofrece una base de comparación aún más baja para el segundo semestre.

En el caso de los bienes producidos y consumidos, el aumento de la variación anual en el segundo trimestre se concentró en los sectores industrial y agropecuario, que pasaron de tasas anuales de 0,1% y 3,8% en marzo a 2,0% y 6,7% en junio, respectivamente. De nuevo, parte de estos incrementos está explicada por una base de comparación baja. Por el contrario, la variación anual de los precios mineros se redujo entre estos dos meses de 20,6% a 1,9% (Gráfico 21).

Dentro del IPP de producidos y consumidos, las alzas en la variación anual fueron el resultado de aumentos en precios de pocos bienes. Los que más presiones alcistas ejercieron fueron el arroz, la gasolina, los tubérculos, legumbres, bananos y el azúcar (Cuadro 4). Además, específicamente para el mes de junio, el precio del café también contribuyó de manera importante. En algunos casos, estos precios estuvieron afectados por las cotizaciones internacionales y, en otros, por el efecto del fenómeno de El Niño.

A partir del IPP y de otras fuentes de información se estimaron los índices de costos no laborales ponderados utilizando la matriz de contabilidad social (Social Accountability matrix [SAM, por su sigla en inglés]). Durante el primer trimestre del año la variación anual del índice importado reflejó una dinámica similar a la del IPP. De esta forma, el componente externo que venía ajustándose en marzo a una tasa anual de -7,2% lo hizo en junio en 2,9%. Por el contrario, la variación anual del índice de costos nacionales se desaceleró levemente, pasando de 4,1% anual en marzo a 3,4% en junio (Gráfico 22).

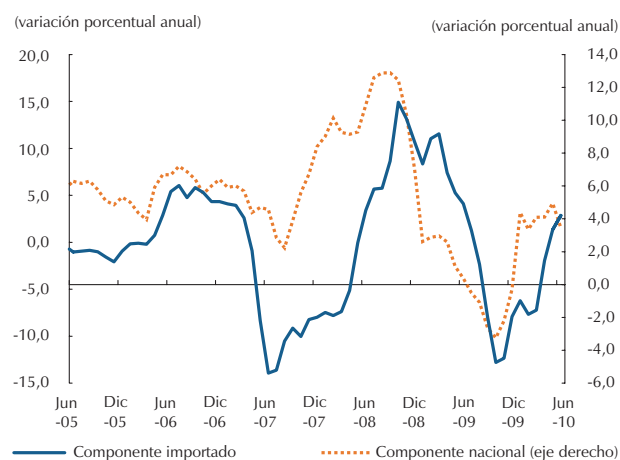
En conclusión, los costos no salariales debieron haber ejercido una leve presión alcista en el segundo

Cuadro 4
Contribución al IPP de producidos y consumidos

	Inflación anual		Contribución a la aceleración trimestre Marzo de 2009 - Junio de 2010	Participación en la aceleración trimestre Marzo de 2009 - Junio de 2010
	Marzo de 2010	Junio de 2010		
IPP producidos y consumidos	2,1	2,9	0,8	100,0
Sección				
Agricultura	3,8	6,6	0,5	67,3
Minas y canteras	20,6	1,9	(1,1)	(142,7)
Industria	0,1	2,0	1,3	174,3
Subclase				
Arroz	(23,7)	(8,9)	0,3	38,4
Gasolina para automotores	(2,1)	17,6	0,3	38,3
Raíces y tubérculos	37,5	52,7	0,2	29,4
Otras legumbres	32,6	56,3	0,2	29,0
Minerales de oro y platino	(2,8)	23,9	0,2	25,8
Plátanos y bananos frescos	(10,5)	1,7	0,1	14,2
Azúcar sin refinar	21,0	33,7	0,1	14,1

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 22
Índices de costos no salariales a partir de la SAM



Fuente: Banco de la República.

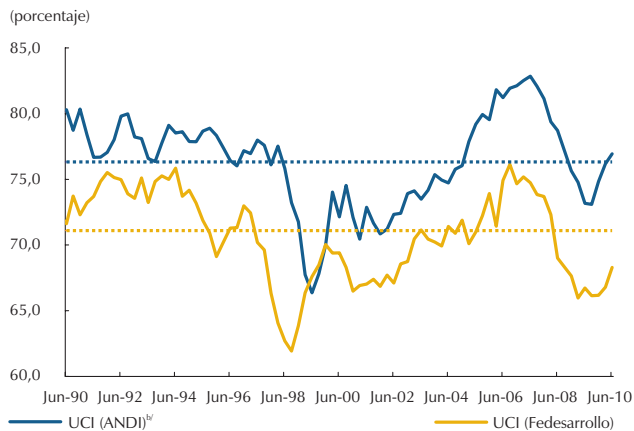
trimestre del año. Para los próximos meses, si los precios internacionales no presentan incrementos adicionales y el tipo de cambio se mantiene estable, no deberán observarse presiones inflacionarias de consideración, excepto en alguna medida por el efecto que pueda tener el alza proyectada en los combustibles sobre los precios al productor.

4. Excesos de capacidad productiva y presiones de demanda

Los excesos de capacidad productiva (o balance entre producción y oferta potencial) son uno de los determinantes de las presiones inflacionarias. Durante 2009 y en lo corrido de 2010 estos excesos han continuado

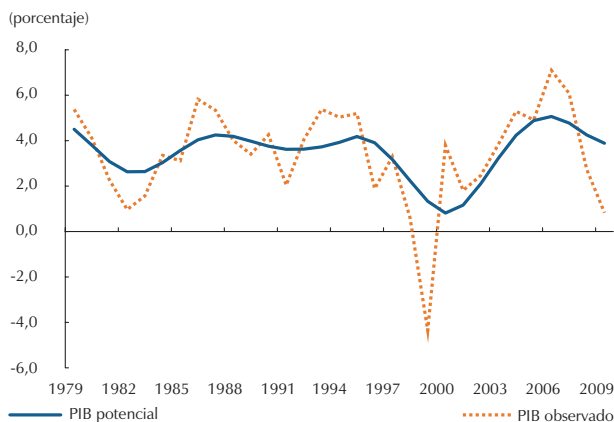
siendo importantes, lo que se ha traducido en bajas presiones inflacionarias atribuibles al crecimiento de la demanda y, por tanto, en un descenso significativo de la inflación al consumidor y de las diferentes medidas de inflación básica. Hacia los próximos meses la producción se mantendría aún por debajo de su capacidad productiva, manteniendo controladas estas presiones sobre precios. Sin embargo, la recuperación que se observa recientemente en varias medidas de utilización de capacidad instalada, junto con las mayores perspectivas de crecimiento —como

Gráfico 23
Utilización de capacidad instalada (UCI)^{a/}



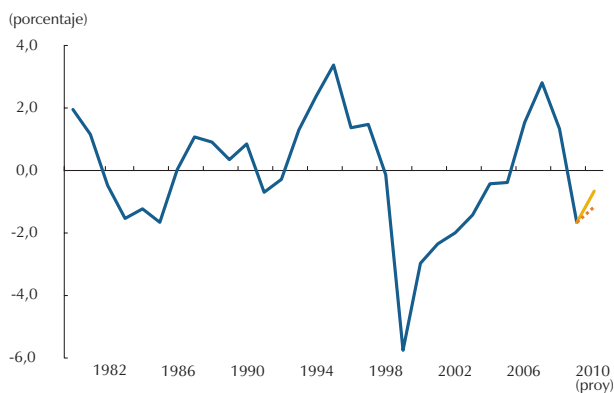
a/ Series desestacionalizadas.
b/ La serie UCI de la ANDI se calcula con base en el promedio aritmético. El dato del segundo trimestre corresponde al promedio de abril y mayo.
Fuentes: ANDI y Fedesarrollo; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 24
Crecimiento anual del PIB: observado y potencial (promedio anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 25
Brecha del producto (promedio anual)



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

se señala en el capítulo III de este informe—, pueden llevar a que estas presiones de demanda se materialicen antes de lo considerado en los informes anteriores.

Durante el segundo trimestre de 2010 los indicadores de capacidad productiva de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI) y de Fedesarrollo continuaron recuperándose. No obstante, existen señales mixtas, ya que la información de Fedesarrollo apunta a una utilización de capacidad instalada aún por debajo del promedio histórico, mientras que el indicador de la ANDI muestra una recuperación más fuerte que sitúa al indicador por encima de este promedio. Según Fedesarrollo, la capacidad instalada se ubicó en 66,9% en el segundo trimestre, cifra superior en 1,5 pp al dato del segundo trimestre de 2009, pero aún 4,2 pp inferior a su promedio histórico. En el caso de la ANDI, la utilización de la capacidad instalada fue de 77,5% en mayo de 2010, 4,3 pp superior al mismo período de 2009 y 1,1 pp por encima del promedio de la serie (Gráfico 23).

Adicional a la mayor utilización de capacidad instalada, la estabilización de la participación laboral llevó a que la TD disminuyera. Sin embargo, cálculos del Banco indican que la tasa de desempleo observada hoy en día se encuentra aún por encima de aquella compatible con una inflación estable (Nairu), lo cual es un reflejo de que el mercado laboral sigue presentando un exceso de oferta. De esta forma, no son solo los excesos de capacidad productiva mencionados, sino también la brecha en el mercado laboral los factores que estarían determinando unas presiones inflacionarias de demanda leves.

Con respecto al producto potencial de la economía, es necesario anotar que la revisión de la serie del PIB efectuada por el DANE no llevó a cambios significativos en las estimaciones de crecimiento potencial y brecha del producto en el pasado. De esta manera, los cálculos realizados por el Banco apuntan a un crecimiento potencial de entre 3,5% y 4,0% para 2009 (Gráfico 24), con lo cual la brecha del PIB en ese año habría sido cercana a -1,7% (Gráfico 25).

Para 2010 se espera que la economía presente un crecimiento potencial ligeramente mayor al año anterior,

La brecha del producto probablemente tienda a cerrarse más rápido de lo considerado en el Informe anterior.

aunque aún en un rango entre 3,5% y 4,0%. Esto se debe, principalmente, a que la información disponible de la nueva serie del PIB apunta a que la inversión no se contrajo en 2009 como inicialmente se pensaba (véase la sección B, numeral 1 de este capítulo), lo cual tendría un impacto positivo sobre el *stock* de capital y, por tanto, sobre la capacidad productiva en 2010.

Sin embargo, cabe señalar que dicho crecimiento potencial es menor que el estimado para los años que precedieron a la crisis internacional. Esto se debe a que en períodos de recesión es normal observar una utilización menos eficiente de los recursos productivos, una pérdida en la calificación de la fuerza laboral y una mayor obsolescencia del capital fijo, todo lo cual conduce a una menor capacidad de crecimiento potencial. Adicionalmente, en Colombia durante los dos últimos años se han presentado choques como el del cierre del comercio a Venezuela que, de volverse permanentes, pueden identificarse como un golpe al crecimiento de largo plazo. Todas estas circunstancias han redundado en una reducción de la productividad multifactorial en 2009 y para 2010, según las estimaciones del Banco.

Por ende, dado el crecimiento esperado de la economía en 2010 (el cual se discute en el tercer capítulo de este informe), junto con el rango de crecimiento potencial mencionado, es probable que la brecha del producto tienda a cerrarse frente a 2009 más rápido de lo considerado en el informe anterior, pero continúe en terreno negativo. En efecto, las estimaciones del Banco indican que la brecha del PIB se ubicaría para el promedio del año entre -1,2% y -0,7% (Gráfico 25).

5. Expectativas de inflación

Entre marzo y junio los agentes económicos mantuvieron expectativas de inflación a diferentes horizontes en niveles compatibles con el rango meta de largo plazo definido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) (entre 2% y 4%). Los diferentes indicadores disponibles disminuyeron frente a las mediciones recogidas en el informe anterior, aunque en la mayoría de los casos se sigue esperando un ascenso de la inflación hacia el 3% en los próximos trimestres.

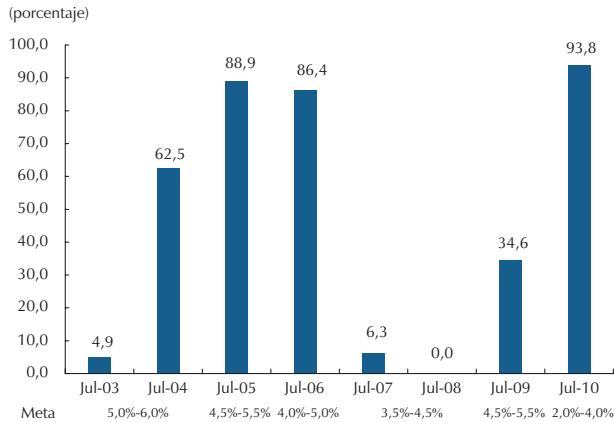
De acuerdo con la encuesta trimestral de expectativas del Banco de la República aplicada a una amplia gama de agentes y analistas a comienzos de julio de 2010, la inflación promedio esperada para finales de 2010 es de 3,0% (frente a 3,2% previsto en la encuesta de abril de 2010). En la misma encuesta, cerca del 94% de los consultados esperan que la inflación se ubique dentro del rango meta fijado por la JDBR para finales de año (Gráfico 26, paneles A y B).

Las expectativas de inflación a diferentes horizontes son compatibles con el rango meta de largo plazo establecido por la Junta Directiva (entre 2% y 4%).

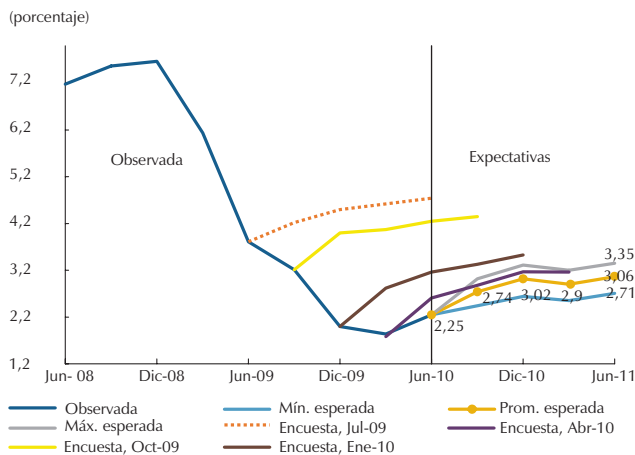
Por su parte, la encuesta mensual de expectativas aplicada a operadores del mercado financiero muestra una inflación total esperada para diciembre de 2010 de 3,1%, por debajo de la reportada en el *Informe sobre Inflación* anterior (3,3%). Este indicador también ha venido convergiendo hacia el punto medio del rango meta en los últimos dos trimestres (Gráfico 27). Para las expectativas a un horizonte de doce meses (es decir, a julio de 2011), esta misma encuesta muestra un

Gráfico 26

A. Porcentaje de credibilidad en la meta de inflación de los años 2003 a 2010 (encuesta aplicada en julio de cada año)

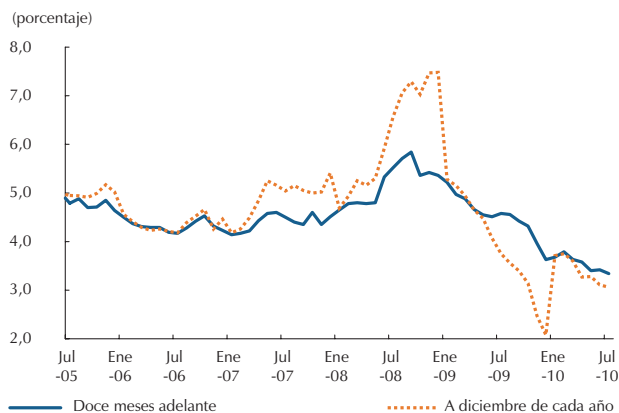


B. Inflación observada y expectativas de inflación (a tres, seis, nueve y doce meses) (inflación anual)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 27
Pronóstico de inflación anual, según bancos y comisionistas de bolsa



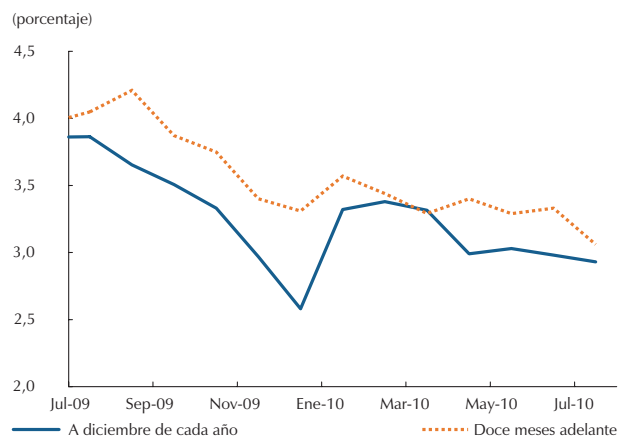
Fuente: Banco de la República.

valor de 3,3%, lo que es 20 puntos básicos (pb) por debajo de la medición efectuada en abril (Gráfico 27).

Para el caso de la inflación sin alimentos, en la misma encuesta los operadores del sistema financiero esperan 2,9% en diciembre de este año y en 3,1% para julio del próximo año (Gráfico 28). Esto implicaría una inflación implícita de alimentos de 3,4% a diciembre de este año y de 4,1% doce meses adelante.

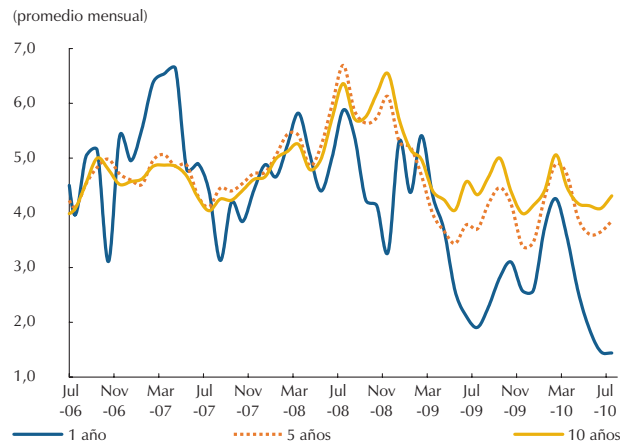
Finalmente, las expectativas de inflación promedio obtenidas de los TES (con datos preliminares de julio) se ubican en 1,4%, 3,9% y 4,3%, para los títulos a 1, 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 29). Éstas han presentado una disminución importante desde comienzos de año, manteniéndose solo las implícitas en los títulos de 10 años levemente por encima del techo del rango meta de largo plazo (2% a 4%). Aunque las expectativas a 5 y 10 años presentaron un repunte reciente, debe tenerse en cuenta que estos indicadores de inflación esperada pueden verse distorsionados por las primas de liquidez de los títulos de tasa fija y unidad de valor real (UVR) y por la prima de riesgo de inflación.

Gráfico 28
Pronóstico de inflación anual sin alimentos, según bancos y comisionistas de bolsa



Fuente: Encuesta Banco de la República.

Gráfico 29
Break-even inflation a uno, cinco y diez años^{a/}



a/ Metodología Nelson & Siegel.
Fuente: Banco de la República.

Recuadro 1 LA MEDICIÓN DEL PIB POR MEDIO DE ÍNDICES ENCADENADOS

Anderson Grajales Olarte*

A partir de la publicación del producto interno bruto (PIB) del primer trimestre de 2010 el DANE adoptó la metodología de índices encadenados en el cálculo del PIB en términos reales. En particular, se implementó el índice de Laspeyres encadenado para medir la evolución de los volúmenes de producción, lo que constituye una importante mejoría con respecto a la técnica usada previamente (índice de Laspeyres no encadenado), pues permite medir la evolución del PIB y sus componentes a precios constantes de manera más precisa. Adicionalmente, con esta nueva forma de cálculo el DANE hace compatible sus mediciones con las de la mayoría de países desarrollados, siguiendo las más recientes recomendaciones internacionales.

La dinámica de los valores corrientes de los diferentes agregados económicos depende, por construcción, del comportamiento de los precios y de las cantidades de sus componentes. Para los analistas y hacedores de política es importante establecer qué parte del cambio observado a precios corrientes puede atribuirse a cambios en los precios y qué porcentaje corresponde a variaciones en cantidades (crecimiento real). Los índices de precios y cantidades son herramientas matemáticas que permiten realizar esta descomposición (Lora, 2008). A continuación se describen brevemente las características de los índices de cantidades más utilizados en su versión tradicional, así como los de la nueva metodología implementada por el DANE.

1. Índice de Laspeyres

Antes de la base 2005 el DANE utilizaba el índice de Laspeyres para calcular el PIB en términos reales. Este índice es el más conveniente en términos prácticos, pues las variaciones se calculan con relación a un período base fijo (Lora, 2008):

$$Laspeyres_0 = \sum_{i=1}^n \left(\frac{q_i^t}{q_i^0} \right) \times \frac{p_i^0 q_i^0}{\sum_{i=1}^n p_i^0 q_i^0} = \frac{\sum_{i=1}^n p_i^0 q_i^t}{\sum_{i=1}^n p_i^0 q_i^0} \quad (1)$$

* Profesional en inflación del Departamento de Programación Macroeconómica e Inflación. Agradezco a Adolfo Cobo y a José David Pulido por sus comentarios. Las opiniones expresadas son responsabilidad del autor, por lo que no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

donde p representa los precios y q las cantidades; los subíndices son productos ($i = 1, \dots, n$) y los superíndices los períodos. Así las cosas, este índice se define como el promedio aritmético ponderado de las cantidades usando los valores del período de referencia (0) como los ponderadores. O paralelamente, como el cambio en el valor (crecimiento o decrecimiento) de una canasta cuyas cantidades son las del período corriente (t), pero valoradas a los precios del período de referencia (0).

A pesar de su conveniencia, al utilizar el índice de Laspeyres es importante tener en cuenta también sus limitaciones (Landefeld y Parker, 1997).

- Los crecimientos calculados son sensibles al año que se tome como base. Esto porque los precios, que sirven como ponderación, no son los mismos todos los años. Así, por ejemplo, los precios pueden cambiar mucho entre un período de crisis y uno de expansión económica.
- Los crecimientos tienen sesgo al alza: este resultado, que se conoce como *sesgo de sustitución*, se presenta porque, en general, los bienes que muestran mayor crecimiento simultáneamente registran caídas en sus precios. Así las cosas, el índice de Laspeyres le da un valor *inflado* a estos bienes en el período t , pues no tiene en cuenta la disminución en sus precios.

Como se anota en Lora (2008), lo anterior permite concluir que el índice de cantidades de Laspeyres es una buena construcción para períodos cortos, pero no para largos. Para paliar en alguna medida las limitaciones anteriores, los institutos de estadística suelen actualizar la base cada cierto tiempo (cinco o diez años); sin embargo, el cambio de base conlleva una revisión histórica de los crecimientos, e incluso así los sesgos pueden subsistir en períodos donde se observaron cambios extremos en los precios.

2. Índice de Paasche

El índice de cantidades de Paasche se diferencia del anterior en que para su cálculo se utiliza una media armónica ponderada en lugar de la media aritmética y, adicionalmente, en que el período de referencia no es 0, sino el período corriente (t).

$$Paasche_0 = \left[\sum_{i=1}^n \left(\frac{q_i^t}{q_i^0} \right)^{-1} \times \frac{p_i^t q_i^t}{\sum_{i=1}^n p_i^t q_i^t} \right]^{-1} = \frac{\sum_{i=1}^n p_i^t q_i^t}{\sum_{i=1}^n p_i^t q_i^0} \quad (2)$$

Este tipo de índice presenta mayores dificultades para su cálculo, pues requiere tener una medida de los valores (precios) de los diferentes bienes y servicios para el período corriente. A su vez, por su construcción, el índice de Paasche muestra un sesgo opuesto al del Laspeyres y, por tanto, tiende a subestimar el crecimiento.

3. Índice de Fisher

En general, los índices de Laspeyres y de Paasche fijan una cota superior e inferior a la medición del crecimiento, respectivamente. De hecho, puede mostrarse que:

$$Laspeyres_Q > Paasche_Q \quad (3)$$

si los precios relativos están correlacionados negativamente con las cantidades relativas (Siegel, 1941), lo cual es coherente con el supuesto de consumidores tomadores de precios que están dispuestos a sustituir bienes de acuerdo con el precio¹.

Por consiguiente, un índice *ideal* sería aquel que permitiera calcular un crecimiento que se ubicara en medio de los registrados por los dos índices anteriores (disminuyendo el sesgo), de tal forma que utilizara simultáneamente y de manera simétrica las ponderaciones tanto del año de referencia como del año corriente. El índice de Fisher cuenta con esta característica, pues se construye como el promedio geométrico de los índices de Laspeyres (con ponderaciones del año de referencia) y el índice de Paasche (con ponderaciones del año corriente).

$$Fisher_Q = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n p_i^0 q_i^t}{\sum_{i=1}^n p_i^t q_i^0} \times \frac{\sum_{i=1}^n p_i^t q_i^t}{\sum_{i=1}^n p_i^0 q_i^0}} \quad (4)$$

4. Índice de Laspeyres encadenado

Los índices anteriores, por tener un período de referencia fijo (0, t o un promedio de ambos), presentan una fuerte limitación que se hace más evidente cuanto más lejos esté el período de análisis con respecto al de referencia. Esto es así porque las ponderaciones utilizadas (dado que son fijas), en este caso los precios, generalmente pierden relevancia, ya que la estructura de precios en la economía puede variar ostensiblemente (SNA, 2008).

Los institutos de estadística pueden evitar este problema esencialmente de dos formas. La primera, que se mencionó para el caso del índice de Laspeyres, pero que se puede aplicar a los demás índices, consiste en actualizar el período de referencia cada cierto tiempo, con las dificultades que esto conlleva.

La segunda es utilizar índices de cantidades encadenados para el cálculo de los crecimientos reales. Esta metodología consiste en construir índices para períodos consecutivos utilizando las ponderaciones del período adyacente y con base en éstos calcular el crecimiento; posteriormente, estas variaciones se “encadenan” (multiplican) para formar una serie de tiempo. Así, los índices de cantidades encadenados pueden construirse a partir de la versión no encadenada de los diferentes índices mencionados. En particular, a continuación se presenta la fórmula para el cálculo de los índices encadenados de Laspeyres y de Paasche para el período $t > 1$.

$$Laspeyres_{QC} = \frac{\sum_{i=1}^n p_i^0 q_i^t}{\sum_{i=1}^n p_i^0 q_i^0} \times \frac{\sum_{i=1}^n p_i^1 q_i^2}{\sum_{i=1}^n p_i^1 q_i^1} \times \dots \times \frac{\sum_{i=1}^n p_i^{t-1} q_i^t}{\sum_{i=1}^n p_i^{t-1} q_i^{t-1}} \quad (5)$$

$$Paasche_{QC} = \frac{\sum_{i=1}^n p_i^1 q_i^1}{\sum_{i=1}^n p_i^1 q_i^0} \times \frac{\sum_{i=1}^n p_i^2 q_i^2}{\sum_{i=1}^n p_i^2 q_i^1} \times \dots \times \frac{\sum_{i=1}^n p_i^t q_i^t}{\sum_{i=1}^n p_i^t q_i^{t-1}} \quad (6)$$

Nótese cómo para el período 1 los índices encadenados en los dos casos coinciden con las versiones de los no encadenados (1) y (2), respectivamente².

La forma de cálculo de los índices encadenados, al no depender de un período de referencia fijo sino de ponderaciones que cambian en el tiempo, refleja de una manera más fiel la estructura de la economía y, por tanto, puede eliminar el sesgo de sustitución de que adolecen los índices no encadenados (Hill, 1988). A su vez, esta metodología evita que “se reescriba” la historia del crecimiento económico como resultado de la actualización de la base, como ocurre con los índices de ponderaciones fijas.

Esta importante mejoría, sin embargo, tiene asociados algunos costos, entre los que se destaca la falta de aditividad³. En otras palabras, la suma de los valores encadenados de cada uno de los componentes no es igual al valor del agregado

1 El sentido de la desigualdad cambia cuando la correlación entre las cantidades relativas y los precios relativos es positiva. Este sería el caso, por ejemplo, de empresas fijadoras de precios que sustituyen los productos que venden por otros que pueden ofrecer a mayor precio (Schreyer, 2004).

2 Para evitar la repetición no se muestra el índice encadenado de Fisher, pero el análisis es equivalente.

3 Un análisis detallado sobre las ventajas y desventajas de los índices encadenados puede encontrarse en Hill (1999) y en Szulc (1983).

encadenado. La diferencia entre los dos se conoce como discrepancia estadística y es un resultado puramente matemático que surge porque con esta metodología los componentes y el agregado se encadenan por separado. No obstante que la existencia de la discrepancia (que no se presenta cuando se usa un índice de base fija como el de Laspeyres) representa una crítica al encadenamiento, constituye un inconveniente menor que es ampliamente compensado por la obtención de una medida del crecimiento más representativa.

Referencias

- Hill, P. (1988). "Recent Developments in Index Number Theory and Practice", OECD Economic Studies núm. 10, París: OECD.
- Landefeld, J. S.; Parker, R. P. (1997). "BEA's Chain Indexes, Time Series, and Measures of Long-Term Economic Growth", *Survey of Current Business*, Bureau of Economic Analysis, mayo.
- Lora, E. (2008). *Técnicas de medición económica. Metodología y aplicaciones en Colombia* (4 ed.), Bogotá: Alfaomega Grupo Editor.
- Siegel, I. (1941). "The Difference between the Paasche and Laspeyres Index-Number Formulas", *Journal of the American Statistical Association*, vol. 36, núm. 215 (Sep., 1941), pp. 343-350.
- Schreyer, P. (2004). "Chain Index Number Formulae in the National Accounts", document presentado al 8th OECD-NBS Workshop on National Accounts, 6 al 10 de diciembre, París: OECD Headquarters.
- System of National Accounts [SNA] (2008). European Commission, International Monetary Fund, Organization for Economic Co-operation and Development, United Nations y World Bank.
- Szulc, B. J. (1983). "Linking Price Index Numbers", Erwin Diewert y Claude Montmarquette (eds.), *Price Level Measurement*, Statistics Canada.

II. MERCADOS FINANCIEROS

Durante el segundo trimestre los problemas de deuda soberana en Europa generaron aumentos en la percepción internacional de riesgo, fuertes caídas en las bolsas y presiones de liquidez.

Las medidas de las autoridades económicas de la zona del euro y el FMI en mayo, contribuyeron a mejorar este panorama.

En el mercado interno, el crédito se sigue recuperando, las tasas de interés continúan descendiendo y los activos se valorizaron.

El mejor panorama de crédito y las bajas tasas de interés contribuirán a la recuperación de la economía.

A. MERCADOS EXTERNOS

En el segundo trimestre del año la incertidumbre en los mercados financieros mundiales continuó. Los problemas de deuda soberana en algunos países de Europa, que se agravaron con la crisis griega en abril y mayo, generaron un aumento significativo en la percepción de riesgo, fuertes caídas en las bolsas internacionales, presiones de liquidez en algunos mercados interbancarios y una depreciación del euro. Así mismo, se registraron disminuciones importantes en los precios internacionales de los bienes básicos (o *commodities*).

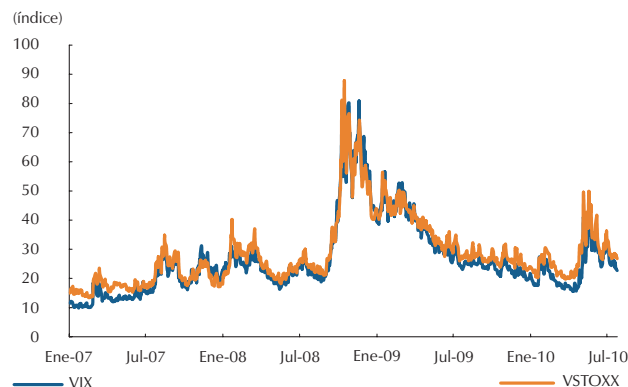
Frente a esto las autoridades económicas de la zona del euro y entidades multilaterales como el Fondo Monetario Internacional (FMI) adoptaron un paquete de apoyo sin precedentes⁴, que incluyó anuncios por parte de cada uno de los países

⁴ La Comisión Europea, el Banco Central Europeo y el FMI se comprometieron en brindar apoyo financiero a Grecia, bajo estrictos requisitos y el compromiso de cumplir el programa de ajuste puesto en marcha. Así, estas entidades entregarán €110.000 m al gobierno dentro de los próximos tres años para garantizar la solvencia del país. Adicionalmente, éstas anunciaron un paquete de rescate por €750.000 m, de los cuales €250.000 m son aportados por el FMI, para asistir a los países de la eurozona que enfrenten problemas para refinarciar su deuda.

sobre políticas de consolidación fiscal. Esto sirvió para contrarrestar la pérdida de confianza en algunos países europeos y estabilizar el sistema financiero, evitando una ruptura mayor del canal de crédito.

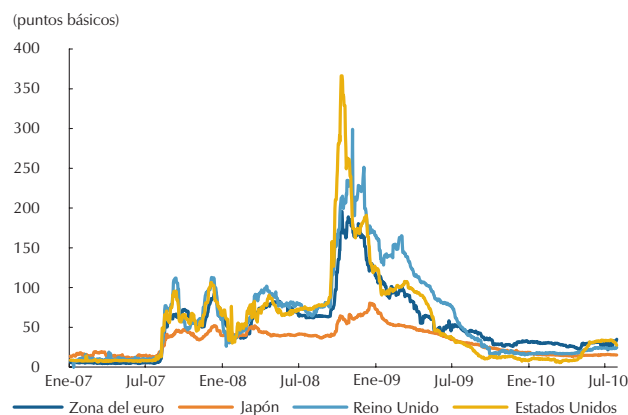
Pese a la efectividad que han tenido estas medidas en el corto plazo, en los mercados aún persisten serias dudas sobre la sostenibilidad de las finanzas públicas de

Gráfico 30
Indicadores de volatilidad en las economías desarrolladas^{a/}



a/ VIX (volatility index) es un indicador financiero que mide la volatilidad sobre las opciones S&P 500 de los Estados Unidos, mientras que VSTOXX hace algo similar para el EURO STOXX 50 de la zona del euro.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 31
Diferenciales en tasas de los mercados interbancarios (Libor vs. OIS)



Fuente: Bloomberg.

varios países y sobre la manera como los programas de ajuste pueden afectar el crecimiento económico de mediano plazo. Esta percepción negativa se ha visto reflejada en indicadores de volatilidad (p. e. el VIX y el VSTOXX), los cuales se mantienen en niveles relativamente elevados, pese a las disminuciones del último mes y medio (Gráfico 30).

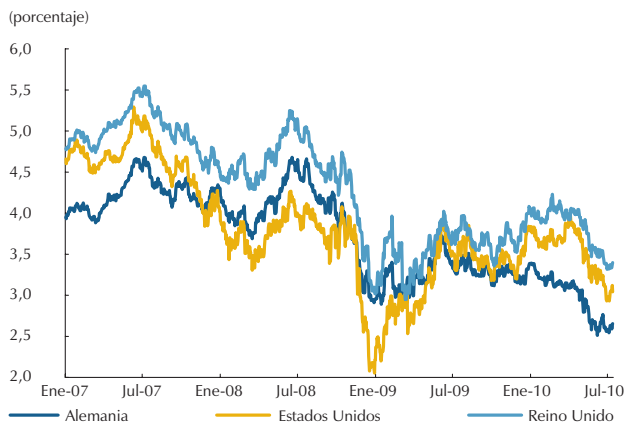
La mayor incertidumbre también produjo tensiones en las condiciones de liquidez a partir de abril, que interrumpieron las mejoras sustanciales que se habían logrado desde finales de 2009, luego del fuerte deterioro causado por la crisis financiera internacional (Gráfico 31). Las tensiones se hicieron más fuertes en el mercado estadounidense ya que muchos bancos europeos preferían tener sus posiciones en dólares, generando grandes necesidades de liquidez. Para afrontar dichas dificultades el Banco Central Europeo puso en marcha mecanismos como las líneas de liquidez o *swaps* con la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) y restableció la provisión de liquidez en euros con refinanciamiento a más largo plazo. Adicionalmente, brindó apoyo a los mercados de deuda, mediante la compra de títulos tanto de carácter público como privado en los mercados secundarios⁵. Como resultado de esas medidas, en las últimas semanas las condiciones de liquidez mejoraron un poco.

En ese entorno, los inversionistas liquidaron posiciones riesgosas, no sólo de renta variable sino también de títulos de deuda pública de países europeos con altos niveles de endeudamiento, y se desplazaron hacia activos considerados como más seguros (por ejemplo, los títulos de deuda de los Estados Unidos y Alemania).

Esta situación, denominada *flight to quality*, generó una caída importante en las tasas de interés de mediano y largo plazos en esas economías (Gráfico 32). El resultado en el último mes y medio fue una disminución en el empinamiento de las curvas de títulos de deuda pública de economías como los Estados Unidos, Reino Unido, Alemania y Japón (Gráfico 33). Debe tenerse en cuenta que el aplanamiento

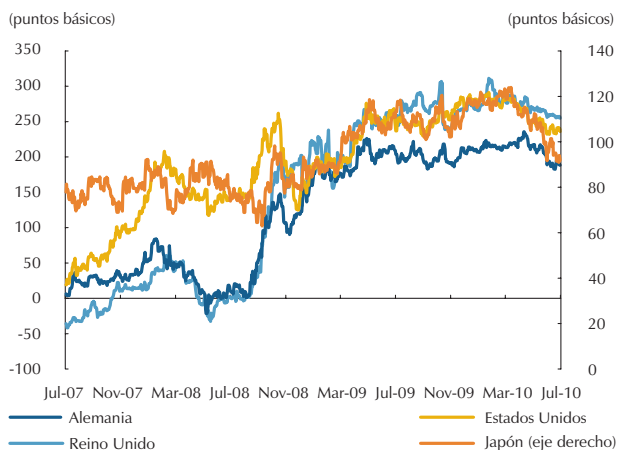
5 Estas compras han sido esterilizadas para evitar un cambio en la postura monetaria.

Gráfico 32
Tasas de interés de títulos de deuda pública a 10 años de algunos países desarrollados



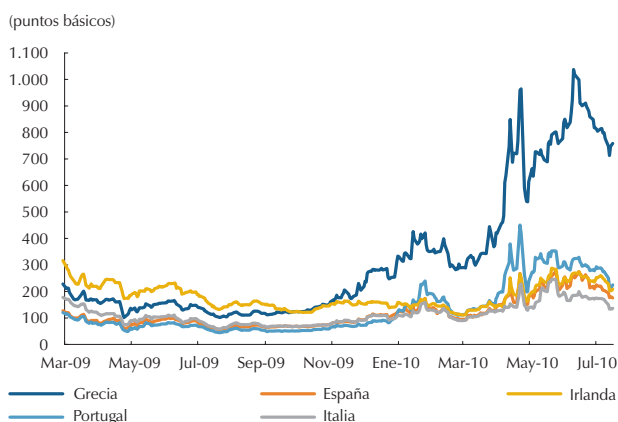
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 33
Spread entre títulos de deuda pública de 10 y 2 años



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 34
Credit default swaps (CDS) a 5 años de algunos países de Europa



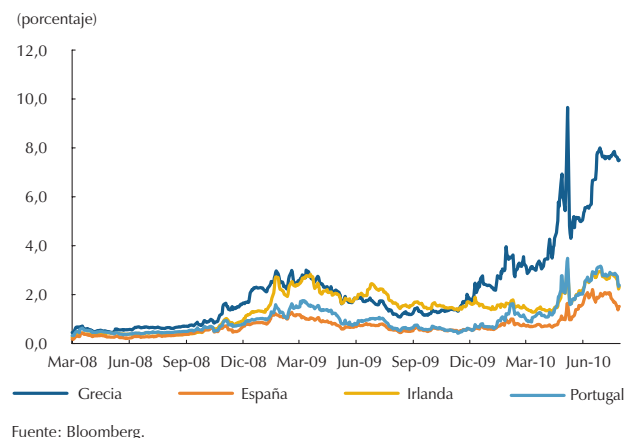
Fuente: Bloomberg.

obedece a una caída en las tasas de largo plazo y no a aumentos en el tramo de corto plazo, ya que la política monetaria en esos países sigue siendo laxa y mantiene las tasas de referencia en niveles cercanos a cero⁶.

En cuanto a las economías de Europa con mayor grado de endeudamiento público (Grecia, Portugal, Irlanda, España e Italia), aunque sus primas de riesgo soberano han disminuido en el mes de julio, permanecen en niveles significativamente altos y superiores a los observados en el trimestre anterior. Ello generó presiones al alza sobre las tasas de interés de mediano y largo plazos de los títulos de deuda pública, al contrario de lo que sucedió en los Estados Unidos y Alemania. En el caso de Grecia, por ejemplo, la deuda soberana perdió su grado de inversión a comienzos de abril, mientras que en Portugal y España se presentó un descenso significativo en su calificación (gráficos 34 y 35).

La mayor incertidumbre también se trasladó a los mercados bursátiles y de divisas. En el primer caso, la mayoría de índices de países desarrollados registraron fuertes caídas, en particular los de las economías europeas más endeudadas. En el caso de los mercados de los Estados Unidos y Alemania sin embargo, las pérdidas fueron menores, en parte por las mejoras en los estados financieros reportados por las empresas de esos países. Con respecto a los mercados de divisas, en abril y mayo

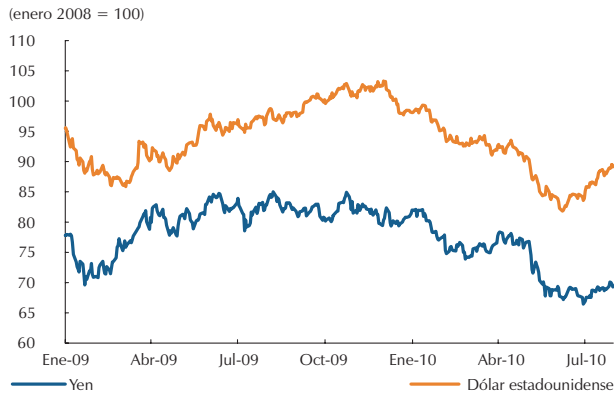
Gráfico 35
Diferencial de la deuda soberana de 10 años con Alemania



Fuente: Bloomberg.

6 Algunas economías desarrolladas como Canadá, Suecia, Noruega y Australia elevaron sus tasas durante el trimestre.

Gráfico 36
Comportamiento del euro
(moneda local por euro)



Fuente: Bloomberg.

se presentaron dudas crecientes sobre la estabilidad del euro, aunque desde mediados de junio se observó alguna mejoría en esta situación (Gráfico 36).

Detrás del nerviosismo de los mercados por la crisis de la deuda en varios países europeos se encuentran los temores sobre un posible contagio al resto de economías desarrolladas, dados los múltiples canales de interconexión que existen entre ellas. Un canal particularmente importante se relaciona con el alto grado de exposición del sistema financiero de muchos de los países sanos a los activos de Grecia y de las otras cuatro economías en problemas. Francia, Alemania y los Estados Unidos tienen la mayor exposición al sector bancario de Grecia (Cuadro 5)⁷; no obstante, estas proporciones son relativamente pequeñas comparadas con el tamaño de sus activos totales.

Cuadro 5
Tenencia de activos griegos y del sur de Europa por parte de los bancos

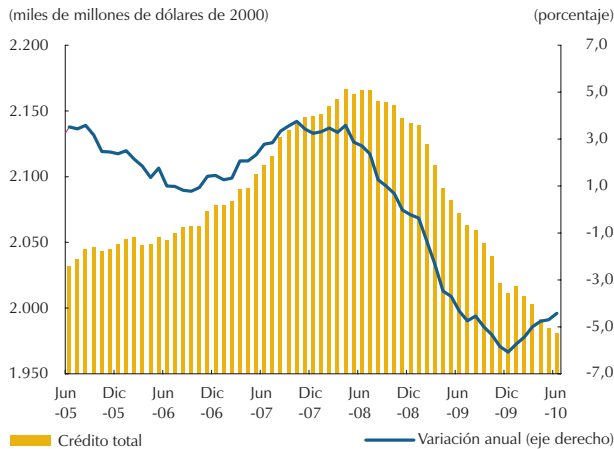
	Francia	Alemania	Estados Unidos
Tenencia de activos griegos			
Valor (miles de millones de dólares)	78,8	45,0	16,6
Participación en el total de las solicitudes externas del sector bancario (porcentaje)	2,1	1,4	0,7
Participación en los activos totales del sector bancario (porcentaje)	0,8	0,5	0,1
Tenencia de activos griegos, portugueses y españoles			
Valor (miles de millones de dólares)	334,9	330,4	79,3
Participación en el total de las solicitudes externas del sector bancario (porcentaje)	9,1	10,1	3,2
Participación en los activos totales del sector bancario (porcentaje)	3,6	3,7	0,6

Fuentes: BIS *Locational and Consolidated Banking Statistics*, abril de 2010 y Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD) *Banking Statistics*, 2009.

Un problema más serio se tendría si las pérdidas surgieran también en los activos provenientes de Portugal y España, pues el impacto en el capital de los bancos podría ser mayor. En particular, Francia y Alemania parecen estar más expuestos, ya que la participación de activos griegos, portugueses y españoles en el total del crédito otorgado por sus bancos es alrededor de 9,1% y 10,1, respectivamente. Mientras tanto, en los Estados Unidos la participación de estos activos es tan sólo de 3,2% (Cuadro 5).

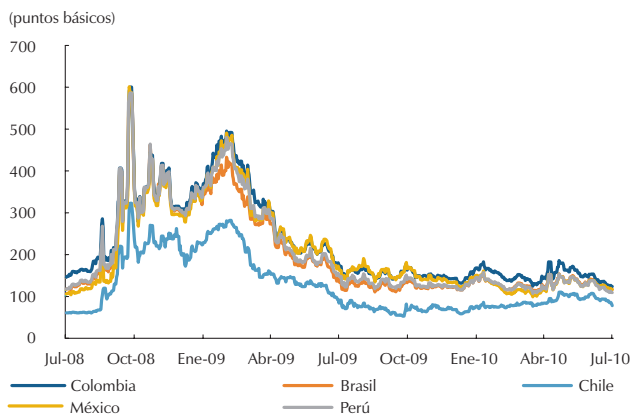
7 Estas exposiciones no se refieren únicamente a los bonos del gobierno sino que incluyen otras acreencias, que pueden representar cantidades significativas, como en el caso de Francia, donde la quinta parte del crédito total en Grecia corresponde a bancos franceses.

Gráfico 37
Crédito total de consumo en los Estados Unidos



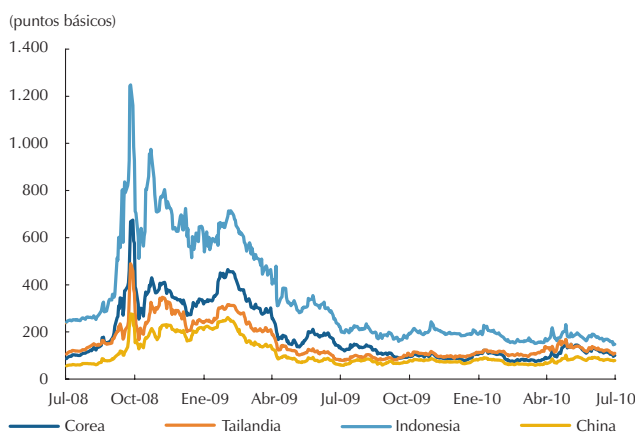
Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Gráfico 38
Credit Default Swap (CDS) a 5 años en Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 39
Credit Default Swap (CDS) a 5 años en Asia



Fuente: Bloomberg.

En julio las autoridades económicas de la zona del euro realizaron pruebas de estrés⁸, dirigidas a evaluar la capacidad de resistencia y solvencia de las instituciones financieras europeas frente a cambios en el panorama económico. Los resultados mostraron que las necesidades de capital de muchos bancos europeos eran menores que las esperadas y que sólo 7 de las 91 entidades puestas a prueba tendrían que recaudar fondos adicionales por un total de €3.500 m.

Fuera del problema de la deuda europea, en el segundo trimestre las economías desarrolladas siguieron aquejadas por el congelamiento del crédito que se desencadenó desde comienzos de la crisis de 2008, el cual está impidiendo una recuperación económica más rápida, sobre todo en lo que respecta al consumo. Aunque las encuestas más recientes sobre los estándares para otorgar de préstamos por parte de los bancos comerciales muestran algunas mejorías en este campo, el canal crediticio aún está lejos de haberse restablecido plenamente. De hecho, en los Estados Unidos en los primeros meses del año los préstamos destinados a consumo siguen contrayéndose a tasas anuales de 4% (Gráfico 37). Así mismo, aunque el crédito con el que se financian empresas no financieras por medio de papeles comerciales ha mejorado, el de entidades financieras y las titularizaciones continúan estancadas.

En cuanto a los mercados financieros de los países emergentes, aunque la mayoría de gobiernos ejecutaron políticas fiscales contracíclicas, éstas no deterioraron sus balances de manera profunda, por lo que sus primas de riesgo han permanecido estables e incluso han presentado disminuciones recientemente, ubicándolas en algunos casos por debajo de los niveles previos a la crisis de 2008 (gráficos 38 y 39). El control de la inflación, la disciplina fiscal, los menores desbalances macroeconómicos, la baja exposición de sus sistemas bancarios y el menor nivel de endeudamiento de consumidores, empresas y gobiernos, explican la confianza que han recibido estas naciones y el acceso al financiamiento externo en medio de la turbulencia financiera de 2008 y 2009.

⁸ Información más detallada de los resultados del ejercicio podrán encontrarse en Committee of European Banking Supervisors (<http://www.c-eps.org/EuWideStressTesting.aspx>).

La dinámica de crecimiento más vigorosa en países emergentes (véase capítulo III) ha conducido a algunos bancos centrales a cambiar su postura. En Latinoamérica, Brasil, Chile y Perú han aumentado sus tasas en 200, 100 y 75 pb, respectivamente. Por su parte, en países de Asia como India y Corea también se ha observado lo mismo, con reducciones de 100 y 25 pb, respectivamente (Cuadro 6).

Cuadro 6
Tasas de interés de referencia de los bancos centrales

País	Nivel actual	Último cambio	Cambio en la actual postura (pp)
Estados Unidos	0 - 0,25	16 dic 08 (-87,5 pb)	-500
Canadá	0,75	20 jul 10 (+25 pb)	+50
Zona del euro	1,00	7 may 09 (-25 pb)	-325
Reino Unido	0,50	5 mar 09 (-50 pb)	-525
Australia	4,50	4 may 10(+25 pb)	+150
Japón	0,10	19 dic 08 (-20 pb)	-40
Brasil	10,75	21 jul 10 (+50 pb)	+200
México	4,50	17 jul 09 (-25 pb)	-375
Colombia	3,00	30 abr 10 (-50 pb)	-700
Perú	2,00	8 jul 10 (+25 pb)	+125
Chile	1,50	15 jul 10 (+50 pb)	+100
Suecia	0,50	1 jul 10 (+25 pb)	+25
República Checa	0,75	6 may 10 (-25 pb)	-300
Hungría	5,25	26 abr 10 (-25 pb)	-625
Rusia	2,75	31 may 10 (-50 pb)	-525
India	5,75	27 jul 10 (+25 pb)	+100
China	5,31	22 dic 08 (-27 pb)	-216

Fuentes: Bloomberg y JP Morgan.

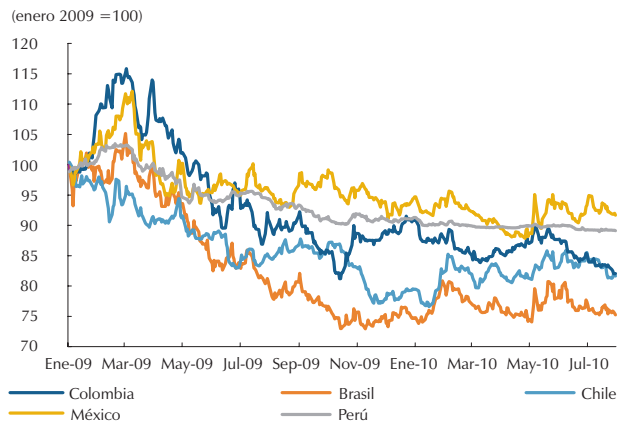
La apreciación del peso colombiano entre enero y julio asciende a 12%.

El comportamiento de las monedas en los países emergentes ha sido mixto. En particular, en lo corrido del año en Latinoamérica se observó una depreciación del real de Brasil y del peso chileno, mientras que en México y Colombia se registró una apreciación (Gráfico 40). En el caso del peso colombiano, su apreciación frente al dólar ascendió a 12% en el período enero-julio. Una noticia importante en los mercados cambiarios fue el anuncio de las autoridades monetarias chinas de flexibilizar su moneda, lo cual ayudaría a cerrar un poco los desbalances macroeconómicos mundiales, ya que la apreciación esperada en el yuan permitiría reducir el superávit que ha tenido esta economía en los últimos años.

Latinoamérica ha sido una de las regiones menos afectadas por la crisis de la deuda europea.

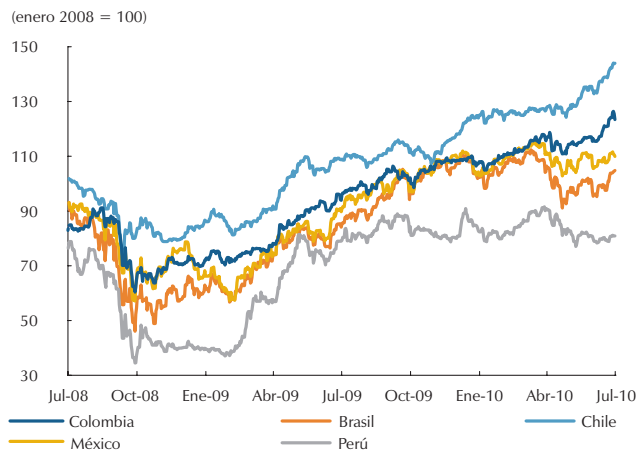
La turbulencia financiera en Europa no ha afectado el financiamiento público de los países de Asia y América Latina y ha tenido un impacto leve en los mercados accionarios. Latinoamérica ha sido una de las regiones menos golpeadas, y se destaca el desempeño bursátil en Brasil y Colombia, que ha superado ampliamente el de los países desarrollados (Gráfico 41). En los países asiáticos sin China se presentaron algunas caídas en lo corrido del año (Gráfico 42), mientras que en China las

Gráfico 40
Índices de tasa de cambio nominal en algunos países de Latinoamérica
(moneda local por dólar)



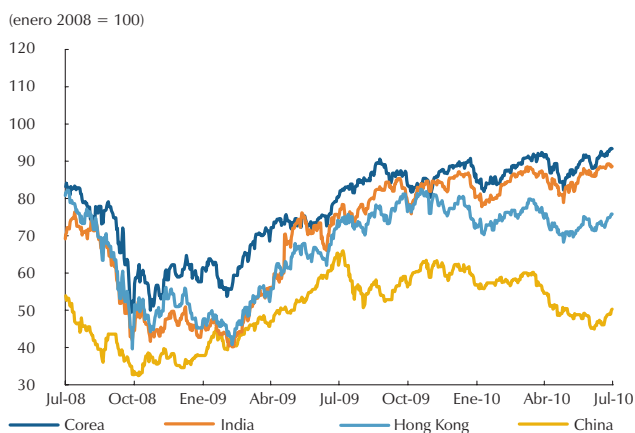
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 41
Índices accionarios de algunos países de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 42
Índices accionarios de algunos países de Asia



Fuente: Bloomberg.

preocupaciones sobre el recalentamiento de la economía, los temores sobre “burbujas” en los precios de los activos y algunas presiones inflacionarias han generado un deterioro más pronunciado en la dinámica bursátil desde finales del año pasado⁹.

Así, el fortalecimiento de las economías emergentes, y la menor percepción de riesgo hacia éstas, continuarían reactivando los flujos de capital hacia ellas. Sin embargo, como lo menciona el Banco Mundial¹⁰, no se descarta que en el futuro las mayores necesidades de financiamiento de las economías desarrolladas contrarresten la dinámica de los flujos de capital hacia las economías emergentes. Ello debido a que una mayor competencia por recursos podría incrementar su costo para las economías en desarrollo.

B. MERCADOS FINANCIEROS INTERNOS

En su sesión del 30 de abril de 2010 la JDBR acordó disminuir en 50 pb la tasa de interés de política, ubicándola así en 3,0%. Esta decisión estuvo enmarcada en un entorno de inflación baja y menor que la esperada y con expectativas dentro del rango meta establecido por la JDBR. La decisión se tomó en un contexto de recuperación económica y del mercado financiero interno, en línea con lo registrado durante el primer trimestre del año. La actividad crediticia siguió mejorando, se mantuvo la expansión del mercado de depósitos, descendieron las tasas de interés y los mercados de acciones y de títulos de deuda pública se valorizaron.

El fortalecimiento de la actividad crediticia en el segundo trimestre del año se ha observado en la aceleración del crecimiento de las carteras hipotecaria y de consumo. También, el constante aumento de los saldos de cartera comercial, en contraste con su contracción en el segundo semestre de 2009, permitió retornar a los mayores niveles alcanzados el año

9 Entre enero y junio de 2010 la bolsa de China ha caído alrededor de 27%.

10 The World Bank, Global Economic Prospects Summer: Fiscal Headwinds Recovery. 2010.

Los mayores depósitos han contribuido a disminuir los costos de fondeo y a reducir las tasas activas al tiempo con un incremento del crédito.

anterior. Es probable que esta situación se mantenga en la segunda mitad del año, dado el repunte de la actividad económica y el mejor ánimo de los agentes en el mercado de crédito, tal como lo muestran varias encuestas.

Por su parte, los depósitos han crecido de manera estable, lo que ha brindado una apropiada disponibilidad de recursos a los intermediarios. Ello ha permitido disminuir los costos de fondeo, reducir las tasas activas, aumentar el crédito e incrementar los portafolios de inversiones. Cabe anotar, que en lo relativo a la distribución de los activos del sistema financiero, el crédito ha ganado importancia frente a las inversiones.

Además del mayor dinamismo del crédito bancario en pesos, en los últimos tres meses se siguieron observando otras formas de financiación del sector real, como las colocaciones de bonos corporativos, aunque su magnitud fue menos que en la de igual período del año anterior. De otro lado, el endeudamiento en moneda extranjera continuó recuperándose, y para junio ya se observan tasas de crecimiento positivas, en concordancia con el mejor desempeño del comercio exterior y en especial de las importaciones.

1. Agregados monetarios

En lo corrido del año el crecimiento de la demanda por liquidez primaria se aceleró y el del agregado amplio (M3) se mantuvo estable. El aumento anual de la base monetaria promedio mensual pasó de 5,2% en diciembre a 11,8% en junio. Este comportamiento se explica por un mayor dinamismo de la demanda por efectivo, cuya tasa de expansión fue de 11,2% en junio frente a 5,4% en diciembre del año pasado. De igual manera, la reserva bancaria aumentó en el período, pasando de 4,9% a finales de 2009 a 13,0% a junio de 2010. En parte, este dinamismo de la reserva se debe a la mayor participación de los depósitos a la vista, los cuales están sujetos a un mayor requerimiento de encaje (Gráfico 43).

Gráfico 43
Base monetaria por usos
(variaciones anuales de promedios mensuales)



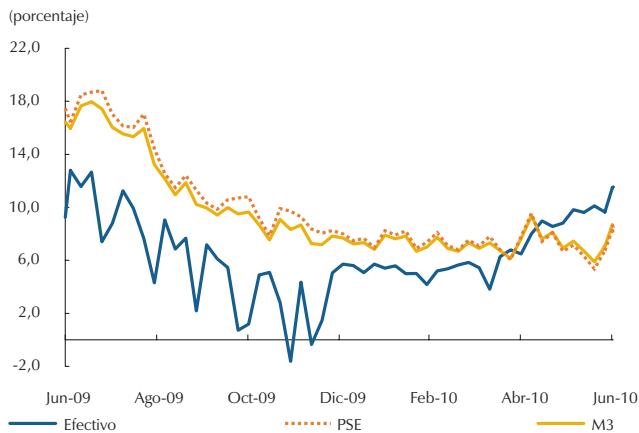
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

En el segundo trimestre en particular, la demanda por base aumentó \$2.716 miles de millones (mm), lo cual fue el resultado de operaciones de liquidez al sistema financiero por \$4.366 mm, de la compra de divisas por US\$1.200 m (equivalentes a de \$2.341 mm) y de la contracción que produjeron las operaciones con el Gobierno. Estas últimas correspondieron a los incrementos de los depósitos de la Tesorería General de la Nación por \$2.914 mm y a la venta y vencimiento de TES por \$1.250 mm.

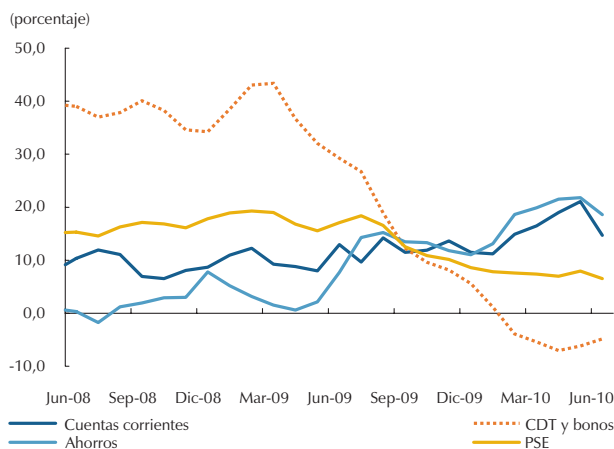
El agregado monetario más amplio, compuesto por el efectivo y los PSE, registró un crecimiento anual relativamente estable a lo largo del primer semestre, cercano a 7,3%. Este comportamiento fue liderado por

Gráfico 44

A. Agregados monetarios
(variaciones anuales de los datos semanales)

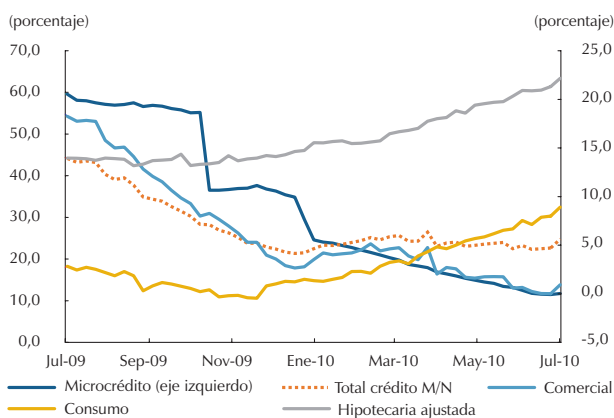


B. Total depósitos y sus principales componentes
(variaciones anuales de los datos semanales)



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

Gráfico 45
Cartera bruta con *leasing* (M/N)
(variaciones anuales de los datos semanales)



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

los pasivos sujetos a encaje (PSE), con un aumento anual promedio en el trimestre de 7,4%. En términos reales (deflactando por el IPC sin alimentos), M3 y PSE crecieron alrededor de 4,5% y 4,6%, respectivamente, una expansión que es consistente con la actividad económica esperada (Gráfico 44, paneles A y B).

Por su parte, los depósitos de ahorro y las cuentas corrientes a junio mostraron incrementos anuales de 18,6% y 14,7%, respectivamente (para los saldos mensuales promedio). Contrario a esta situación, los depósitos a plazo (CDT y bonos) presentaron variaciones anuales negativas cercanas al 5% (Gráfico 44, panel B). Sin embargo, hay que advertir que en mayo y junio, a diferencia de los meses anteriores, los depósitos a plazo contribuyeron con el 82% del total del aumento de los depósitos totales (\$2,3 billones [b]).

2. Crédito

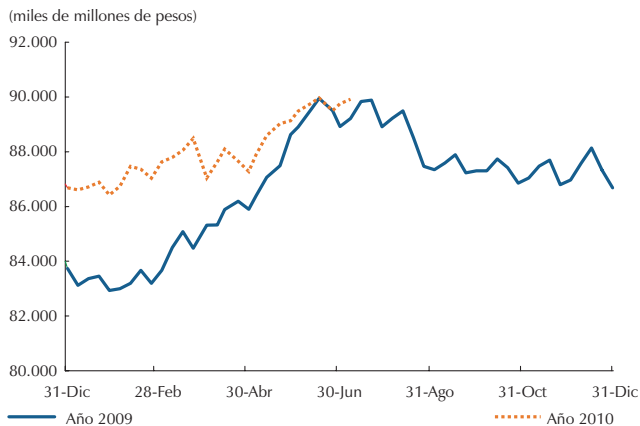
Durante el primero y segundo trimestres del año la cartera bruta en moneda nacional registró una recuperación moderada. La tasa de crecimiento fue 5,6% en junio frente a 4,9% en marzo y 4,6% en diciembre. De esta manera, la cartera ganó participación dentro de los activos de las entidades intermediarias al pasar de 63,0% a 64,3% entre enero y mayo, contrario a lo que venía ocurriendo desde principios de 2007.

La mayor dinámica crediticia ha sido liderada por la cartera hipotecaria ajustada (incluye las titularizaciones) que en lo corrido del año aceleró su tasa de crecimiento anual de 15,5% a 22,2%. En segundo lugar, se ubica la cartera de consumo, cuya tasa de variación anual, en igual período, pasó de 1,3% a 8,9% (Gráfico 45). Esta dinámica puede mantenerse en lo que resta del año, dadas las expectativas favorables que presentan los consumidores sobre su situación económica y la mayor predisposición que muestran para comprar bienes durables y vivienda, según lo sugiere la encuesta de opinión del consumidor realizada por Fedesarrollo.

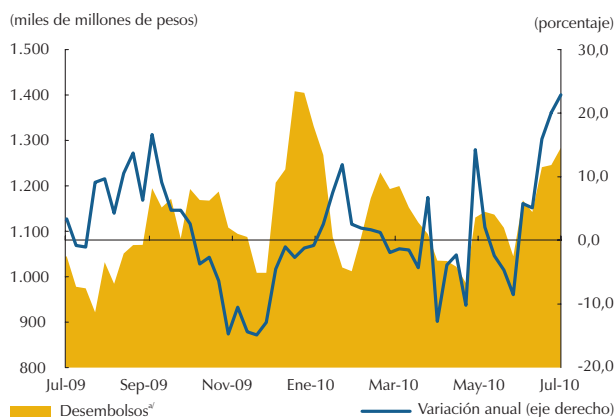
En cuanto a la cartera comercial, si bien en lo corrido del año presentó una baja tasa de crecimiento, situándose al cierre de junio en 0,9% anual, su desempeño

Gráfico 46

A. Cartera y leasing comercial (saldos semanales)

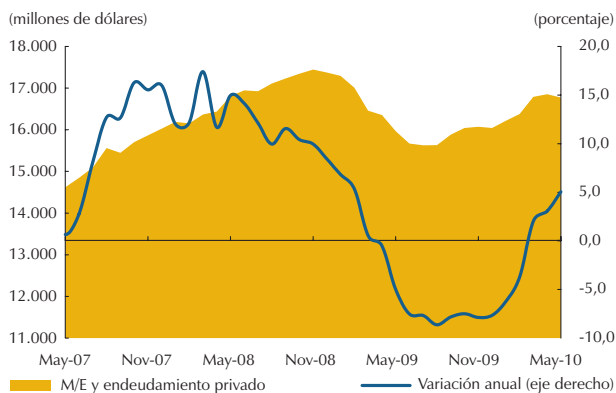


B. Crédito ordinario^{a/} M/N



a/ Desembolsos semanales promedio móvil de orden 4. Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 47 Agregado cartera M/E y endeudamiento externo del sector privado no financiero (datos mensuales)



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

para lo que resta del año se insinúa más positivo por dos factores. El primero es estadístico, asociado con la baja base de comparación que resulta de la contracción observada durante el segundo semestre de 2009 (Gráfico 46, panel A). El segundo obedece a la mejoría en la confianza que exhiben tanto prestamistas como prestatarios (véase el Resaltado de la página siguiente), la cual ya se está viendo reflejada en el impulso reciente de los desembolsos de crédito ordinario (Gráfico 46, panel B).

En cuanto a la financiación empresarial diferente al crédito bancario interno, durante el primer semestre las colocaciones de bonos corporativos fueron importantes y ascendieron a \$2,4 b, aunque comparadas con las de igual período de 2009 fueron menores en 9,7%. La emisión de bonos corporativos en el presente año se concentró en marzo y abril (71%).

Finalmente, la recuperación del endeudamiento en moneda extranjera sigue afianzándose, y esta tendencia probablemente continuará si las importaciones siguen creciendo como se espera. El endeudamiento externo corporativo, que incluye tanto la financiación externa directa como la intermediada por el sistema bancario nacional, en mayo registró una tasa de crecimiento anual positiva de 3% (Gráfico 47).

3. Tasas de interés

Durante el segundo trimestre del año (en su sesión del 30 de abril), la JDBR decidió reducir la tasa de interés de referencia en 50 pb, para ubicarla en 3,0%. De esta manera se acumula una reducción de 700 pb desde diciembre de 2008.

Como se ha observado durante el año pasado y lo corrido de 2010, las reducciones se transmitieron de manera rápida y completa al mercado interbancario. A partir de mayo la tasa interbancaria (TIB) y el indicador bancario de referencia (IBR) estuvieron próximos a 3,0% (Gráfico 48). De igual forma, se observó un descenso de las tasas de interés de captación en el mercado de depósitos. En junio el promedio mensual del indicador de la captación a 90 días (DTF) se ubicó en 3,5%, inferior en 39 pb

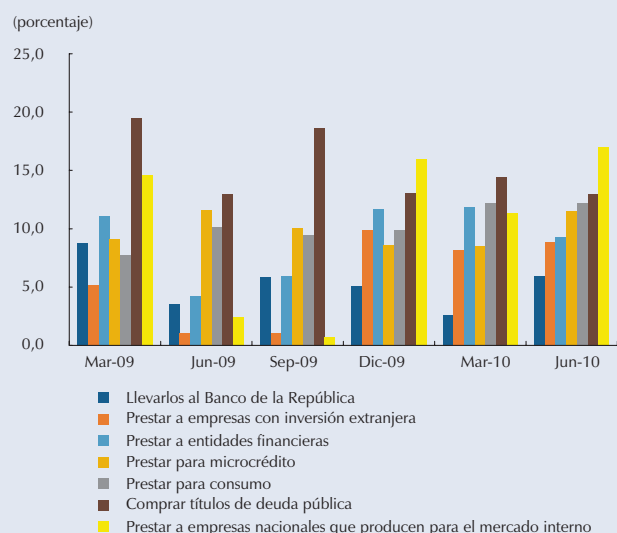
PERCEPCIÓN SOBRE LAS CONDICIONES CREDITICIAS

De acuerdo con la encuesta trimestral sobre la situación del crédito, aplicada por el Banco de la República¹, las entidades crediticias registraron un mejoramiento del entorno y de la disposición para la oferta de crédito en el país durante el segundo trimestre de 2010. En particular, los intermediarios muestran un mayor interés por emplear sus recursos excedentes en préstamos dirigidos a empresas que producen para el mercado nacional. De igual manera, muestran mayor confianza y disponibilidad para atender incrementos hipotéticos en la demanda de crédito y consideran que se ha ampliado el acceso al crédito de las empresas grandes y medianas.

Dentro de las principales consideraciones al momento de aprobar los créditos ha ganado importancia el criterio de la rentabilidad frente al riesgo. Además, los encuestados no muestran intención de endurecer sus exigencias para conceder préstamos (Gráfico A)².

La ampliación en la oferta también es reconocida por otros sectores de la economía, como lo vienen mostrando los resultados

Gráfico A
Destino de los recursos excedentes



1 Encuesta dirigida a los responsables de las políticas de crédito de las entidades bancarias realizada por el Departamento de Estabilidad Financiera del Banco de la República.

2 La pregunta es, "Si en la actualidad su entidad financiera contara con excesos de recursos, ¿cuáles serían los usos más probables de éstos? (Escoja cinco opciones y enumere en orden jerárquico según su importancia, siendo 1 la más relevante)".

de la encuesta de condiciones económicas³, que señalan que un creciente porcentaje de entrevistados juzga que hay alta disponibilidad de crédito (Gráfico B).

Los intermediarios financieros encuestados también advierten el fortalecimiento de la demanda, pues señalan que las solicitudes de préstamo han aumentado para todas las modalidades de crédito y para todo tamaño de empresas (Gráfico C). Los intermediarios, igualmente, le han restado importancia a la actividad económica como un factor que restringe la actividad crediticia.

Gráfico B
Percepción actual de la disponibilidad del crédito

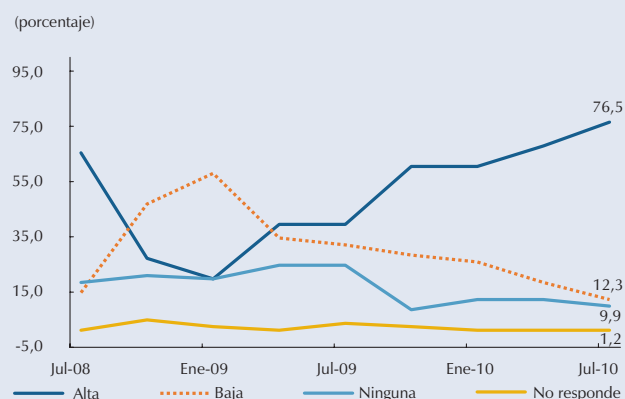
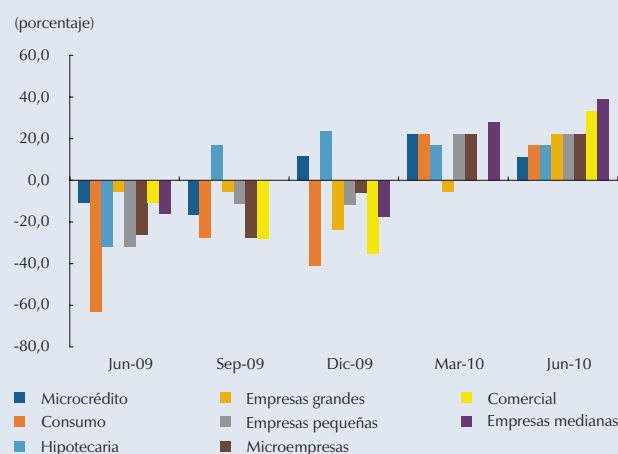
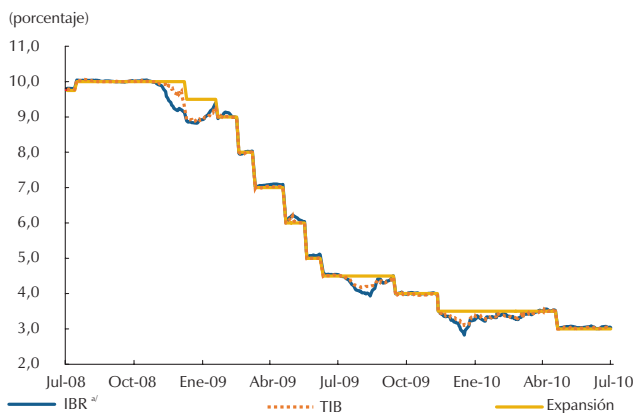


Gráfico C
Percepción de la demanda de crédito



3 Encuesta mensual aplicada por el Banco República dirigida a la industria, el comercio, los sindicatos y académicos.

Gráfico 48
Tasa de política, IBR y TIB



a/ Indicador bancario de referencia.

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

a la de marzo y en 58 pb a la de diciembre. La tasa ponderada total de CDT se situó en 3,9%, 25 pb y 43 pb menos que la del cierre de los dos trimestres anteriores (Cuadro 7).

En cuanto a las tasas de interés activas, la reducción se dio en un amplio rango. En el segundo trimestre las tasas para tarjeta de crédito disminuyeron 131 pb, las de créditos de consumo, 111 pb, y las de préstamos hipotecarios, 67 pb. En las tasas de los préstamos dirigidos a las empresas, la disminución más importante se presentó en la línea destinada a constructores de vivienda, con 80 pb en el trimestre, seguida por los préstamos preferenciales, con 51 pb.

Cuadro 7
Tasas de interés nominales

	Diciembre de 2009	Marzo de 2010 (promedio)	Junio de 2010	Variación (puntos básicos)	
				II trim. 2010	Semestre
Mercado interbancario					
Tasa de política	3,50	3,50	3,00	(50)	(50)
TIB	3,29	3,37	3,03	(36)	(27)
IBR ^{a/}	3,18	3,44	3,04	(41)	(14)
Mercado de depósitos					
CDT total	4,33	4,15	3,90	(25)	(43)
CDT corporativo	4,26	4,06	3,66	(39)	(59)
CDT oficinas	4,42	4,27	4,16	(12)	(26)
DTF	4,12	3,93	3,54	(39)	(58)
Depósitos de ahorro	2,30	2,22	2,00	(22)	(30)
Mercado de crédito					
Cartera comercial					
Crédito ordinario	10,59	10,51	10,08	(44)	(51)
Crédito preferencial	7,61	7,18	6,67	(51)	(94)
Crédito de tesorería	7,00	6,55	6,27	(29)	(74)
Crédito para constructores de vivienda	10,90	10,78	9,98	(80)	(92)
Cartera hogares					
Crédito hipotecario	13,98	13,62	12,95	(67)	(103)
Crédito de consumo	20,43	19,31	18,20	(111)	(223)
Crédito con tarjeta	25,48	23,84	22,53	(131)	(295)
Tasa de usura	25,92	24,21	22,97	(125)	(296)

a/ Indicador bancario de referencia *overnight*.

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

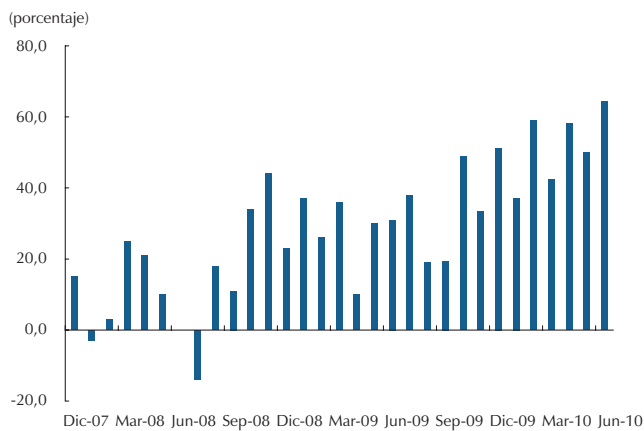
Gráfico 49
IGBC



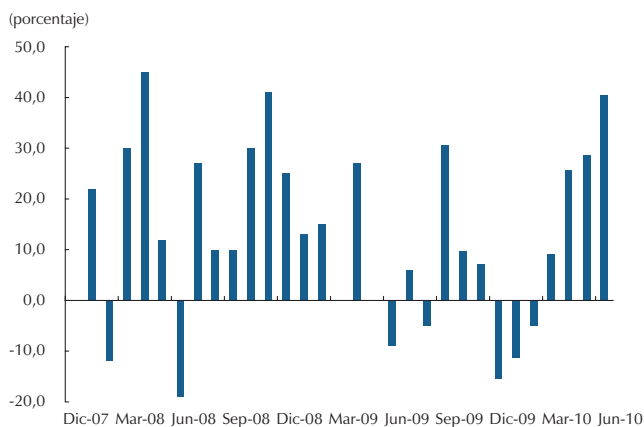
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 50

A. Tamaño del portafolio



B. Posición de TES de largo plazo



Fuentes: Encuesta mensual de opinión financiera (EOF), Fedesarrollo y Bolsa de Valores de Colombia.

4. Precio de los activos

Durante el último trimestre tanto el mercado accionario como el de deuda pública presentaron importantes valorizaciones. El índice general de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) marco máximos históricos, alcanzando 13.327 puntos el 27 de julio. Esto representa una variación año corrido de 16,5% y un crecimiento anualizado de 30% (Gráfico 49). Por su parte, las tasas de negociación de los TES cero cupón, comparando los promedios mensuales junio y marzo, se redujeron 26 pb en el plazo a un año, 83 pb en el de cinco años, 79 pb en el de diez años y 123 pb en el de quince años, ubicándose en 4,0%, 7,6%, 8,5% y 8,4%, respectivamente.

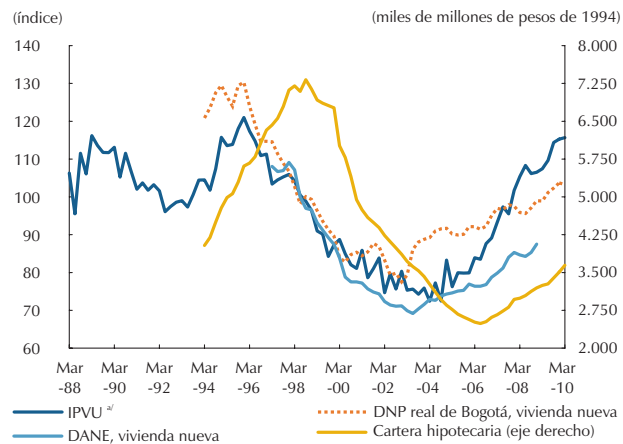
Durante este período, ambos mercados contaron con un entorno externo favorable dado el buen desempeño que han tenido las economías latinoamericanas en términos de actividad económica, precios de los *commodities* en niveles altos y sistemas financieros estables.

Internamente, los precios de los activos fueron estimulados por el recorte en la tasa de interés de política, así como por la publicación de datos de inflación y crecimiento mejores que lo esperado por el mercado. Además, en el caso del mercado accionario se sumaron las crecientes expectativas sobre el potencial minero energético del país, mientras que en el mercado de TES la ayuda provino de los anuncios del Gobierno dirigidos a despejar la incertidumbre sobre el recaudo tributario y sobre las necesidades de financiamiento. Todo lo anterior ha redundado en una mayor confianza por parte de los responsables de los portafolios del sistema financiero, que ahora están más optimistas, según lo muestran las encuestas¹¹(Gráfico 50, paneles A y B).

Por último, los indicadores de precios reales de la vivienda siguen con tendencias crecientes. En especial, el calculado por el Banco de la República para vivienda usada se encuentra en niveles altos, similares a los topes históricos observados en 1996. En el caso del índice de vivienda nueva, estimado por el Departamento

11 Encuesta mensual de opinión financiera (EOF) Fedesarrollo y Bolsa de Valores de Colombia, dirigida a los responsables de la gestión de los portafolios en el sistema financiero.

Gráfico 51
Índices de precios reales de la vivienda y la cartera hipotecaria real



a/ Índice de precios de la vivienda usada.
Fuentes: DNP, DANE y Banco de la República.

Nacional de Planeación, el ascenso ha sido más moderado. Así las cosas, los precios reales de la vivienda usada y de la nueva estarían creciendo 7,6% y 4,4%, respectivamente (Gráfico 51).

Recuadro 2 FLUJOS DE CAPITAL HACIA LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Daniel Parra*

En las últimas décadas los flujos de capital han estado estrechamente ligados al desempeño de las economías emergentes y en la literatura económica existe abundante material que se ocupa de este aspecto. Por ejemplo, el trabajo de Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) muestra cómo los aumentos abruptos en las entradas de capital están asociados con reducciones en las tasas internacionales de interés y con el crecimiento económico en los países desarrollados, ya que cuando estas economías se desaceleran, los capitales buscan mayor rentabilidad en aquellos mercados emergentes que puedan resultar atractivos. Adicionalmente, el trabajo de Fernández y Montiel (1996) muestra que los auges en los precios de productos básicos (o *commodities*) generan flujos de inversión en los países productores de materias primas¹.

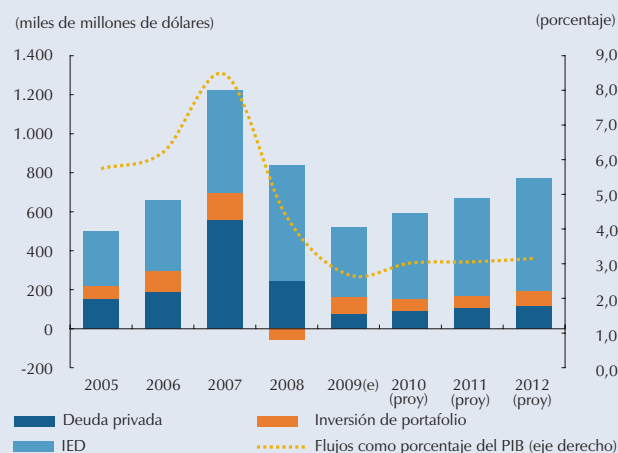
En los últimos cinco años algunas de estas relaciones identificadas por la literatura se han hecho presentes y permiten agrupar lo sucedido con los flujos de capital en tres etapas: en una primera, entre 2005 y 2007, se presentó un auge y fuertes entradas de capital (excluyendo deuda pública) hacia los países emergentes; posteriormente, entre 2008 y 2009 se observaron salidas importantes, y finalmente desde finales de 2009 y en lo corrido de 2010 se ha visto un retorno de los capitales, aunque los niveles distan mucho todavía de alcanzar las magnitudes presentadas antes de la caída.

En la primera etapa las mayores tasas de interés en los mercados emergentes, la disminución en sus primas de riesgo y el aumento significativo de los precios internacionales de bienes básicos atrajeron la inversión extranjera directa (IED) y permitieron financiar la deuda privada, especialmente en países de Asia y Latinoamérica. En la segunda, con la crisis financiera se presentó una ruptura de los canales de crédito y de las relaciones comerciales, lo cual limitó seriamente los flujos, a lo que se sumó una caída en los términos de intercambio y en el crecimiento de las economías emergentes.

En la actualidad, la recuperación de los flujos de capital hacia economías emergentes coincide con sus mejores perspectivas de crecimiento en relación con las de los países desarrollados, con un mejoramiento en la percepción de riesgo hacia dichas economías, con mayores precios de productos básicos (*commodities*) y con la ampliación en los diferenciales de tasas de interés². Asimismo, los riesgos financieros y de crecimiento de las economías desarrolladas siguen siendo más evidentes, sobretudo en los últimos tres meses debido a los problemas de deuda soberana que padecen varios países de la zona del Euro, especialmente Grecia (véase capítulos II y III).

En el período de auge, antes de 2008, el aumento de las entradas de capital hacia las economías emergentes se dio, sobre todo por medio de la emisión de deuda privada y en segundo lugar mediante IED. En 2007, en particular, la participación fue: 46% para deuda privada, 43% para IED y el 11% para flujos de portafolio. El aumento en las entradas hacia países emergentes fue explosivo entre 2006 y 2007, cuando estas se duplicaron, pasando de US\$659 mil millones (mm) a US\$1.222 mm (Gráfico R2.1). Con la crisis, los flujos destinados a deuda privada fueron los que sufrieron el mayor retroceso, al igual que los flujos de portafolio.

Gráfico R2.1
Flujos netos de capital hacia las economías emergentes



(e) estimado.
(proy) proyectado.
Fuentes: Banco Mundial, *Global Economic Prospects Summer: Fiscal Headwinds Recovery*, 2010

* El autor es profesional del Departamento de Programación e Inflación. Se agradecen los comentarios de Adolfo Cobo y Daira Garrido. Las opiniones expresadas son de responsabilidad del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Otros autores como Frankel (2007) muestra como la situación en la cual los inversionistas se endeudan a tasas bajas e invierten en mercados donde los rendimientos son más altos, explican algunos movimientos en los capitales. Esto es denominado carry trade.

2 Esto, dado que las tasas de corto plazo se mantendrían cercanas a cero por un tiempo prolongado en los países desarrollados, mientras que en algunas economías emergentes ya se han observado cambios en la postura monetaria

Por regiones se aprecia cómo el aumento de las entradas de capitales entre 2005 y 2007 fue sustentado en IED, en mayor medida en los países de Asia del este y del Pacífico y de Latinoamérica. Por el contrario, para Europa emergente (incluye algunos países de Asia central) la fuente principal provino de la emisión de deuda privada, aunque en América Latina también se dio un incremento importante. Con la crisis, por tanto, la región más castigada en términos de menores entradas fue la de Europa emergente, en donde se presentó un retiro masivo de financiamiento para deuda. Asia y América Latina han visto reducciones menores en las entradas netas gracias a la mayor dependencia en la IED, la cual ha sido más estable (Gráfico R2.2, paneles A, B y C).

De hecho, en 2008 no se observó una caída en la IED en ninguna de las regiones mencionadas³. En Latinoamérica creció alrededor de 14%, luego de haberlo hecho en 52% en 2007, mientras que en otras regiones sucedió algo similar. La caída se desplazó hacia 2009 con contracciones alrededor de 43% en todas ellas. Por el contrario, tanto los flujos destinados a financiar deuda como los de inversión de portafolio disminuyeron considerablemente en 2008 producto del aumento sin precedentes en la percepción de riesgo global.

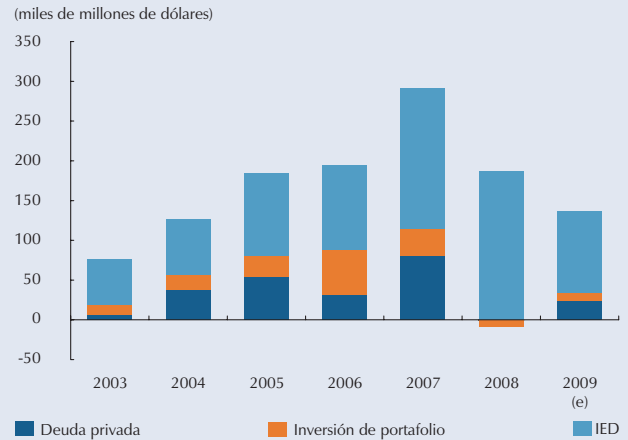
Así las cosas, las diferencias en el desempeño económico de estas regiones están íntimamente relacionados con la estructura de su financiamiento externo. Asia y América Latina fueron mucho menos golpeadas por la recesión mundial, mientras que en Europa emergente hubo reducciones considerables del PIB.

A futuro las perspectivas sobre los flujos de capital apuntan a que se consolide su reactivación hacia las economías emergentes, en especial a las asiáticas y latinoamericanas, por las razones expuestas. En el informe más reciente del Banco Mundial se proyecta una recuperación de dichos flujos hacia las economías en desarrollo, los cuales pasarían de US\$454 mm en 2009 a US\$771 mm en 2012. A pesar de esta recuperación, no se alcanzarían los niveles observados previos a la crisis de 2008 (Gráfico R2.1). Según dicho reporte, uno de los factores que contrarresta la recuperación de los flujos de capital hacia las economías emergentes es la competencia para conseguir los recursos de financiamiento de los países desarrollados altamente endeudados.

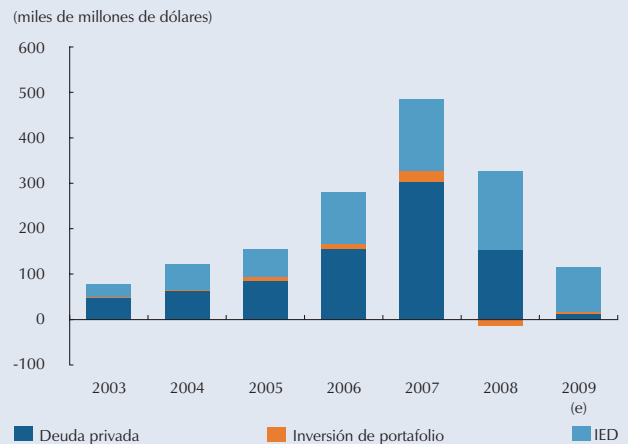
3 De hecho, ocurrió en 2009 porque la turbulencia financiera se desató en la segunda mitad de 2008 y los agentes económicos ya habían realizado gran parte de sus inversiones.

Gráfico R2.2

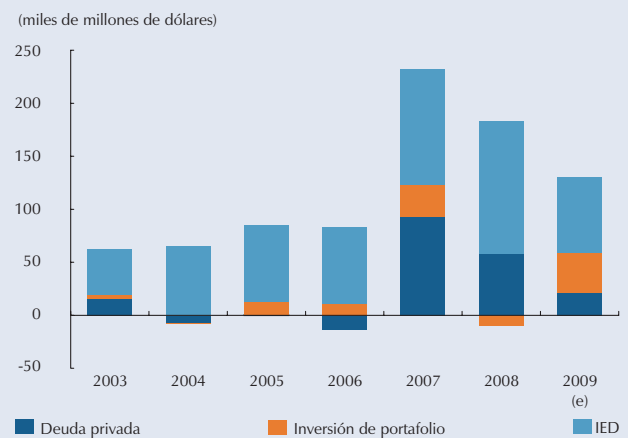
A. Flujos netos de capital hacia Asia del Este y Pacífico



B. Flujos netos de capital hacia Europa emergente y Asia central



C. Flujos netos de capital hacia América Latina



(e) estimado.
Fuentes: Banco Mundial, *Global Economic Prospects Summer: Fiscal Headwinds Recovery*, 2010.

Referencias

Calvo, G. A.; Leiderman, L.; Reinhart, C. M. (1993). "Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40, núm. 1.

Fernández, E.; Montiel, P. J. (1996). "The Surge in Capital Inflows to Developing Countries: An Analytical Overview", *The World Bank Economic Review*, vol. 10, núm. 1.

Frankel, J. (2007). "Getting Carried Away: How the Carry Trade and Its Potential Unwinding Can Explain Movements in International Financial Markets" (mimeo), Harvard University.

Reinhart, C. M.; Reinhart, V. R. (2009). "Bonanzas de flujos de capital: una mirada que abarca el pasado y el presente", *Ensayos sobre Política Económica*, vol. 27, núm. 59. Banco de la República.

The World Bank (2010). *Global Economic Prospects Summer: Fiscal Headwinds Recovery*.

III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

Las economías de los países desarrollados se desaceleraron en el segundo trimestre y es posible que esta tendencia se mantenga para la segunda mitad de 2010.

No obstante, las perspectivas para las economías emergentes siguen siendo favorables, esperándose que lideren el crecimiento mundial.

Se revisó al alza el pronóstico de crecimiento para 2010 de la economía colombiana debido a que se espera un mayor impulso por parte de la demanda interna. Aun así, el mayor crecimiento no implicaría presiones inflacionarias de demanda debido a que la brecha del producto continúa siendo negativa.

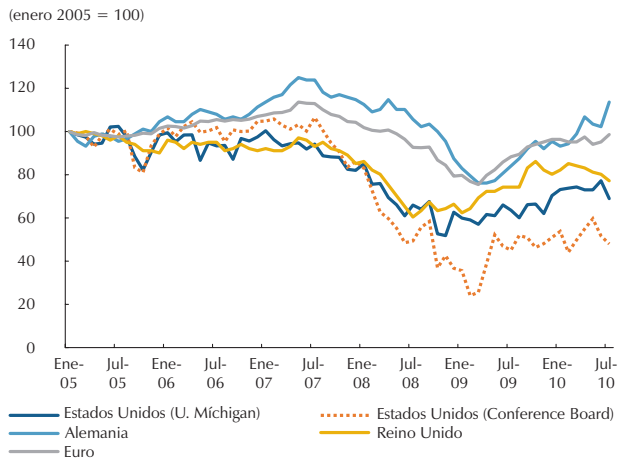
El cumplimiento de la meta de inflación de largo plazo sigue siendo altamente probable para 2010 y 2011.

A. CONTEXTO INTERNACIONAL

La economía mundial volvió a expandirse durante el segundo trimestre del año; sin embargo, lo hizo a un ritmo menor que en los dos trimestres anteriores. Las economías emergentes continuaron brindando señales más alentadoras, sobre todo gracias a los países de Asia y a algunos países latinoamericanos. En las economías desarrolladas la situación es menos favorable, donde los Estados Unidos crecen a un ritmo moderado, mientras que varios países de Europa siguen contrayéndose o presentan un crecimiento casi nulo. En general, las restricciones crediticias, los altos niveles de endeudamiento del sector privado y el deterioro del mercado laboral seguían siendo factores que obstaculizaban el crecimiento en los países desarrollados hacia mediano y largo plazos.

Pese a la desaceleración registrada en los últimos tres meses, los pronósticos de crecimiento mundial aún son relativamente favorables. Las estimaciones de algunos organismos internacionales muestran que la economía mundial se expandiría a una tasa de alrededor de 4% en los próximos dos años. Según el FMI, el PIB

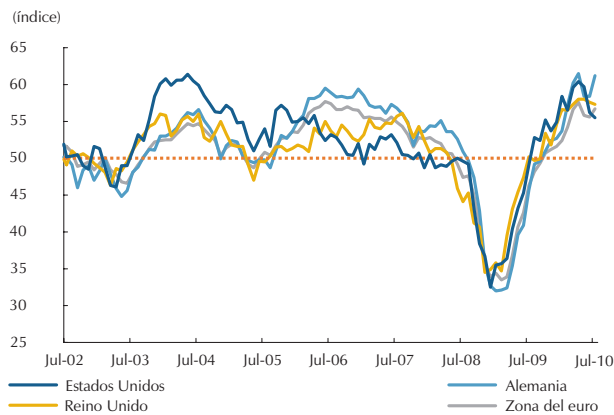
Gráfico 52
Índices de confianza del consumidor en algunas economías desarrolladas



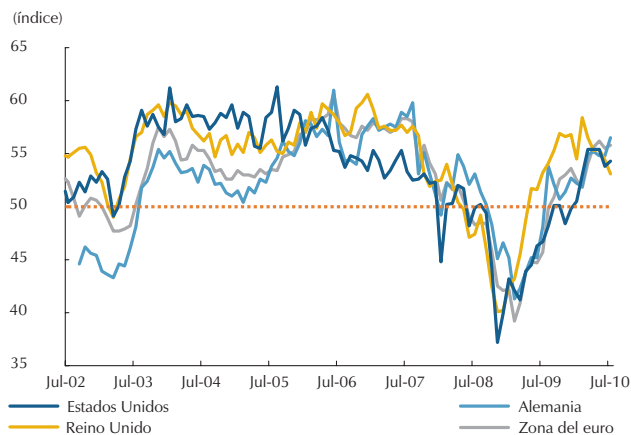
Fuente: Bloomberg; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 53
Indicadores de sentimiento empresarial

A. PMI^{a/} e ISM^{b/} manufacturero



B. PMI^{a/} servicios e ISM^{b/} no manufacturero



a/ Purchasing Managers Index.
 b/ The Institute for Supply Management.
 Fuente: Bloomberg.

mundial crecería 4,6% en 2010 y 4,3% en 2011, que contrasta con el retroceso de 0,6% en el año 2009.

Los países emergentes son los que están liderando la reactivación económica en estos pronósticos. El FMI estima que estas economías crecerán 6,8% y 6,4% en 2010 y 2011, respectivamente, muy por encima de lo estimado para las economías desarrolladas, que es de 2,6% y 2,4% para estos dos años, según dicha entidad.

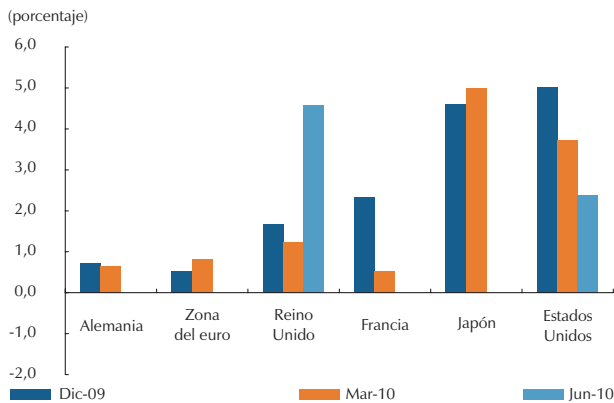
En los últimos meses la información disponible para las economías desarrolladas sugiere una desaceleración en la mayoría de ellas. Por ejemplo, en el comportamiento de las ventas al por menor, un indicador vital para evaluar el comportamiento del consumo, se observó un estancamiento en Japón y en varios países de Europa, mientras que en los Estados Unidos se apreció una desaceleración. En los indicadores de confianza del consumidor se observa una tendencia similar (Gráfico 52). Al respecto, resulta especialmente preocupante el caso de los Estados Unidos, en donde recientemente se observaron fuertes caídas en la percepción y expectativas de los hogares¹².

En otras variables como la producción industrial y el comercio exterior se presentaron mejorías entre abril y junio, aunque el ritmo de recuperación es menor que el observado en el trimestre anterior. Este comportamiento se replica en los indicadores de sentimiento empresarial de las economías desarrolladas, los cuales sugieren una nueva expansión en las actividades manufacturera y de servicios en el segundo trimestre, aunque a un ritmo menor que en el primero (Gráfico 53).

Con cifras preliminares para el segundo trimestre, la economía estadounidense creció 2,4% trimestre anualizado (t/a), luego de haberlo hecho 3,7% t/a en los primeros tres meses del año. Los resultados estuvieron significativamente por debajo de lo previsto por el mercado unos meses atrás. Por su parte, en ese mismo período la economía del Reino Unido creció 4,6% t/a, luego del 1,2% t/a del primer trimestre. Para Japón y la

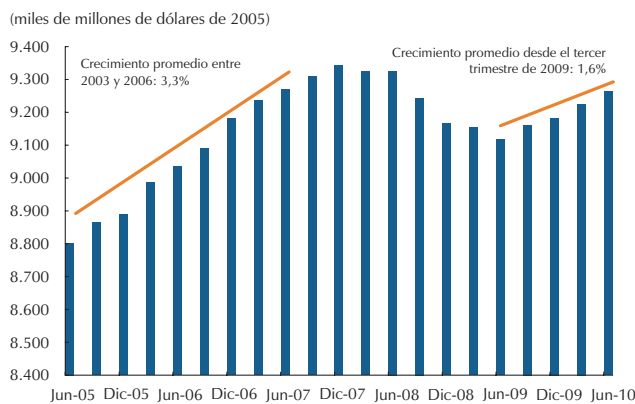
12 En julio los indicadores de confianza del consumidor tuvieron fuertes caídas: el de la Conference Board bajó a 50,4, el menor nivel en 14 meses, mientras que el de la Universidad de Michigan pasó de 76 a 67,8.

Gráfico 54
PIB de algunas economías desarrolladas
 (variación trimestral anualizada)



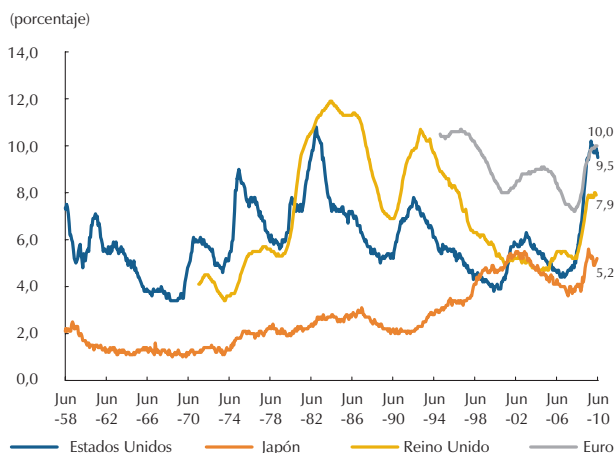
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 55
Consumo real en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg

Gráfico 56
Tasa de desempleo en las economías desarrolladas



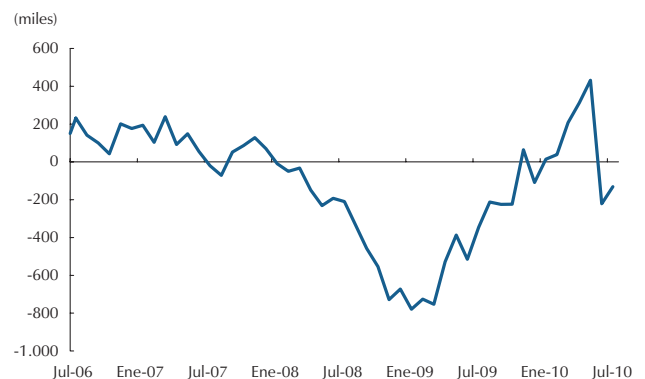
Fuente: Bloomberg.

zona del euro todavía no se cuenta con el dato de PIB del segundo trimestre; sin embargo, como se mencionó previamente la información disponibles sugiere una desaceleración del crecimiento. Los pronósticos de los analistas coinciden en esta apreciación y prevén una expansión de 1,6% y 2,4% t/a. En el período anterior la expansión fue mayor: 5,0% y 0,8% t/a, respectivamente (Gráfico 54).

En el caso del PIB estadounidense el menor resultado de los últimos meses habría obedecido a una más baja contribución del consumo de los hogares, de la acumulación de inventarios y de las exportaciones, unida a unas importaciones más dinámicas. Un mejor desempeño se observó en la inversión no residencial. En el caso del consumo, su crecimiento continuó siendo muy moderado —+1,9%(t/a) y +1,6% (t/a) en los dos primeros trimestres del año—, lo que resulta menor que lo observado antes de la crisis (Gráfico 55).

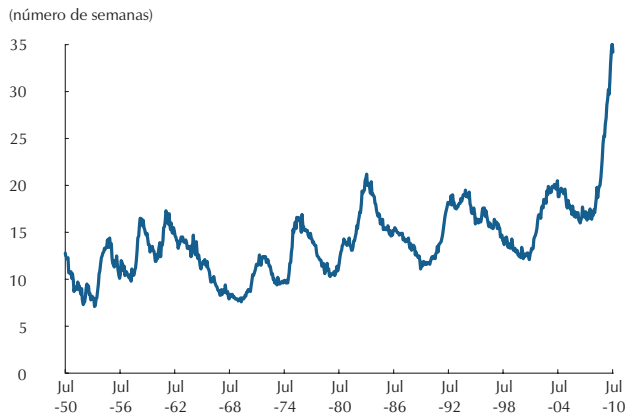
La baja respuesta del mercado laboral a la dinámica de la economía es un obstáculo que sigue impidiendo una plena recuperación de la economía de los Estados Unidos y de otros países desarrollados. En muchos de ellos la tasa de desempleo se mantiene en niveles elevados y no se observa aún alguna recuperación (Gráfico 56). En los Estados Unidos, por ejemplo, aunque la tasa de desempleo cedió un poco (de 9,9% en abril a 9,5% en julio), la destrucción de empleo continuó: en junio se observó una pérdida de 221.000 puestos de trabajo, mientras que en julio fue de 131.000 (Gráfico 57).

Gráfico 57
Creación de empleo neta



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 58
Duración del desempleo en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

Si la recuperación de la producción sigue dándose sin creación significativa de empleo, los altos niveles de desempleo que se observan hoy en día tenderían a convertirse en crónicos. Esto terminaría golpeando de manera permanente la confianza de hogares y empresas y reduciendo el crecimiento potencial de las economías desarrolladas. El aumento registrado en la tasa de despidos permanentes y en la duración del desempleo, los cuales han alcanzado sus máximos niveles desde que se cuenta con información, apuntan en esta dirección (Gráfico 58).

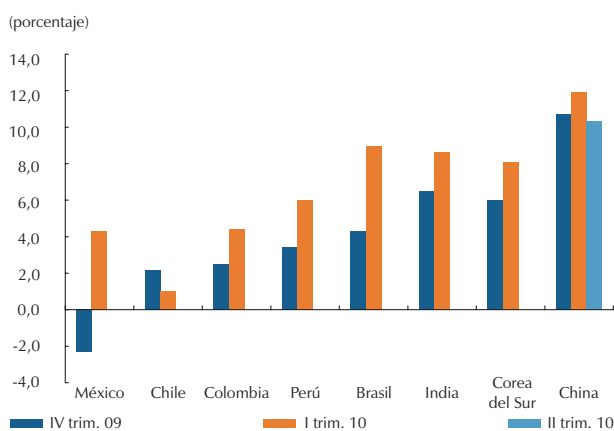
Hacia futuro se sigue previendo una desaceleración del ritmo de crecimiento en muchas economías desarrolladas debido a los numerosos riesgos que aún

enfrentan. En particular sobresale la incertidumbre creciente acerca de la estabilidad macroeconómica de varios países que hoy enfrentan profundos desbalances fiscales, y que debido a ello, y a la contracción económica, tuvieron que acumular grandes niveles de deuda pública en los últimos dos años. Ante la necesidad de ajustar sus balances, muchos de estos gobiernos han continuado retirando sus programas de ayuda, de tal forma que se teme sobre la fortaleza con la que se recuperará el sector privado con la ausencia de ayudas fiscales. A este problema se suma el todavía alto endeudamiento de los hogares, que limita la recuperación del gasto apalancado en crédito.

En cuanto a las economías emergentes, se destaca el vigoroso crecimiento del PIB de China, que aunque se desaceleró en el segundo trimestre, crece a una tasa anual de 10,3% (el trimestre anterior lo hizo 11,9%). Algo similar ocurre en India, economía que se expandió durante el primer trimestre a una tasa anual de 8,6%. Para este mismo período las economías de América Latina también

han mostrado una fuerte recuperación, sobresaliendo Brasil, Perú y Colombia, con crecimientos anuales de 9%, 6% y 4,4% (Gráfico 59).

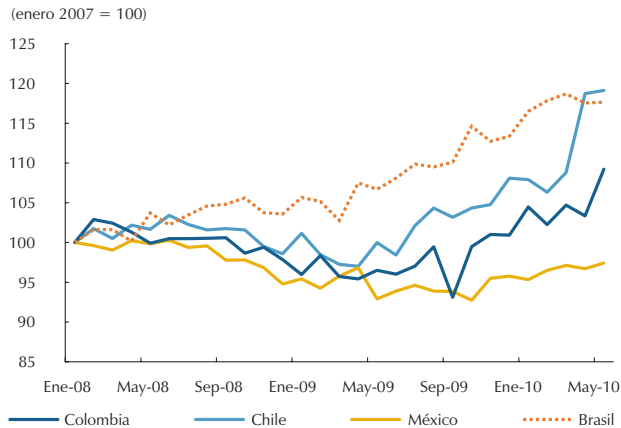
Gráfico 59
PIB de algunos países emergentes de América Latina y Asia (variación anual)



Fuente: Bloomberg.

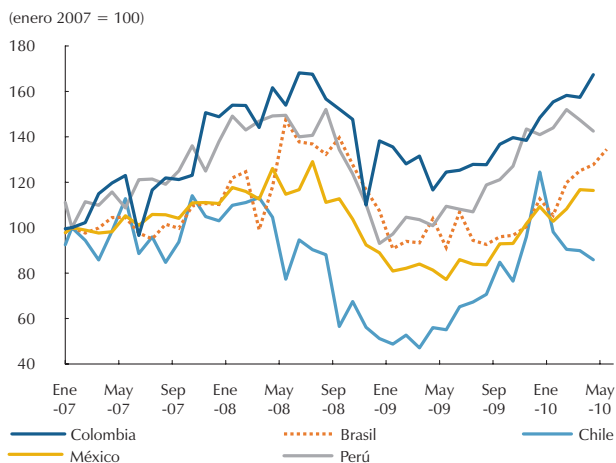
Durante el segundo trimestre indicadores como las ventas al por menor, la producción industrial y las exportaciones continuaron mejorando en los países emergentes. En particular, en América Latina las ventas al por menor de la mayoría de países (excepto México y Venezuela) han alcanzado e incluso superado los niveles previos a la crisis (Gráfico 60). Las exportaciones de los países de la región también se han recuperado considerablemente, siguiendo la tendencia alcista del comercio mundial (Gráfico 61). Este comportamiento se explica principalmente por la dinámica de los precios de los bienes básicos, ya que la mayoría de ellos son exportadores netos de estos productos.

Gráfico 60
Ventas al por menor en Latinoamérica



Fuente: institutos de estadística de cada país.

Gráfico 61
Exportaciones nominales totales en Latinoamérica



Fuente: institutos de estadística de cada país.

Dado el contexto anterior, para este informe se mantuvieron inalterados los pronósticos de crecimiento de los Estados Unidos y de Europa para 2010, con respecto a lo presentado en el informe de marzo. Concretamente, para los Estados Unidos en el escenario central se prevé un crecimiento de 3,0% en este año, mientras que para la zona euro la expansión sería de 0,8%. Hacia 2011 no se espera una aceleración, dados los problemas de deuda en Europa, además de las dificultades estructurales que enfrentan dichas economías (Cuadro 8). En el caso de los Estados Unidos, estos pronósticos suponen la disminución del efecto de los estímulos fiscales y del ciclo de inventarios. Cabe señalar que las proyecciones para países desarrollados pueden no estar capturando cabalmente los efectos de la reciente crisis de deuda en Europa y de la mayor incertidumbre que de ella se desprende.

Los pronósticos para los países emergentes que son socios comerciales de Colombia mejoraron, excepto por Venezuela, así, para Ecuador la proyección se elevó levemente, pasando de 1,5% a 1,7% en 2010, mientras que para 2011 se proyecta un crecimiento de 2,3%. En el caso de Brasil el pronóstico se ubica en 7,1% y 4,2% en éste y el próximo año; mientras que para el mismo lapso la proyección de China se ubica en 10,5% y 10%. Para Venezuela el crecimiento de 2010 y 2011 proyectado por el Banco de la República sería de -1,0% y 0%, respectivamente, igual al del informe anterior (Cuadro 8).

Con respecto a los precios de los productos básicos de exportación (*commodities*), estos presentaron fuertes caídas por la turbulencia financiera de mayo y junio, situándose por debajo de las previsiones del informe de marzo. Sin embargo, en junio y comienzos de julio tendieron a recuperarse, retornando a niveles similares a los contemplados en los pronósticos de comienzos de año (Gráfico 62). Así las cosas, para lo que resta de 2010 y para 2011 no se esperan cambios sustanciales en estos precios, con lo que los términos de intercambio para países exportadores de materias primas como Colombia seguirían siendo favorables.

En particular, en el escenario central se espera un precio promedio para el petróleo West Texas Intermediate (WTI, por su sigla) de US\$80/barril en 2010, con un rango entre US\$75 y US\$85. Para 2011 se espera un incremento en los precios del crudo, con un rango de proyección entre US\$77 y US\$87. Estos intervalos son similares a los contemplados en el informe anterior y sugieren precios ligeramente mayores que los observados para el promedio de 2009. Un

Cuadro 8
Evolución de los pronósticos de crecimiento real de nuestros socios comerciales

	2008	2009	Proyecciones	
			2010 ^{a/}	2011
Principales socios				
Estados Unidos	0,0	(2,6)	(2,5 y 3,5)	(2,0 y 3,3)
Zona del euro	0,6	(4,1)	(0,5 y 1,1)	(0,8 y 1,8)
Venezuela	4,8	(3,3)	(-2,0 y 0)	(-1,0 y 1,0)
Ecuador	6,5	0,4	(1,2 y 2,2)	(1,5 y 3,1)
Otros socios				
Japón	(1,2)	(5,2)	2,4	1,8
China	9,6	9,1	10,5	10,0
Perú	9,8	0,9	6,6	5,7
México	1,5	(6,5)	4,5	4,4
Chile	3,7	(1,5)	4,7	5,8
Argentina	6,8	0,9	6,5	4,0
Brasil	5,1	(0,2)	7,1	4,2
Bolivia	6,1	3,4	3,8	3,7
Países desarrollados	0,5	(3,2)	2,6	2,4
Países en desarrollo	6,1	2,5	6,8	6,4
Total mundial	3,0	(0,6)	4,6	4,3

a/ El rango de pronóstico viene dado por un escenario optimista (techo del intervalo) y un escenario conservador (piso del intervalo).
Fuentes: Datastream, Consensus Forecast, FMI y Banco de la República.

Gráfico 62
Precio internacional del petróleo WTI ^{a/}



a/ WTI: West Texas Intermediate.
Fuente: Bloomberg.

comportamiento similar se espera en los precios de otros productos exportados por Colombia, como se aprecia en el Cuadro 9.

En materia de inflación al consumidor, tanto la total como la básica permanecen en niveles bajos en la mayoría de países industrializados (Gráfico 63). Por ello, y por la débil situación del crecimiento y del empleo, se espera que los bancos centrales de estas economías mantengan sus tasas de interés en niveles cercanos a cero durante 2010, con algunas notables excepciones como las de Canadá y Australia (véase capítulo II). En América Latina, a excepción de Venezuela, la inflación parece estar bajo control (Gráfico 64); sin embargo, el fuerte crecimiento económico ha inducido ajustes de la política monetaria en varios países (véase el capítulo II).

Algo similar ocurre en algunas economías de Asia, en donde la inflación ha presentado repuntes importantes y los bancos centrales han actuado oportunamente.

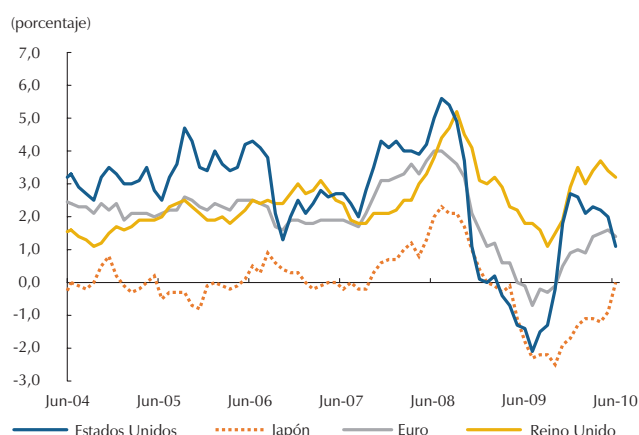
Finalmente, no sobra recalcar que los pronósticos anteriores, tanto de actividad económica como de precios, enfrentan riesgos a la baja que son hoy en día mayores que

Cuadro 9
Precios internacionales de bienes básicos

Producto	2008	2009	Proyección para 2010		Proyección para 2011	
			Escenario A	Escenario B	Escenario A	Escenario B
Café (ex dock) (dólares por libra)	1,44	1,65	1,91	2,10	2,01	2,19
Petróleo WTI (dólares por barril)	99,9	62,0	75,0	85,0	77,0	87,1
Petróleo colombiano (dólares por barril)	90,2	56,2	66,1	76,1	68,3	78,4
Carbón (dólares por tonelada)	83,4	80,2	80,1	90,1	82,1	89,7
Ferróniquel (dólares por libra)	3,4	1,9	2,6	2,9	2,4	2,8
Oro (dólares por onza troy)	873,0	929,0	1.143,0	1.281,0	1.140,0	1.371,0

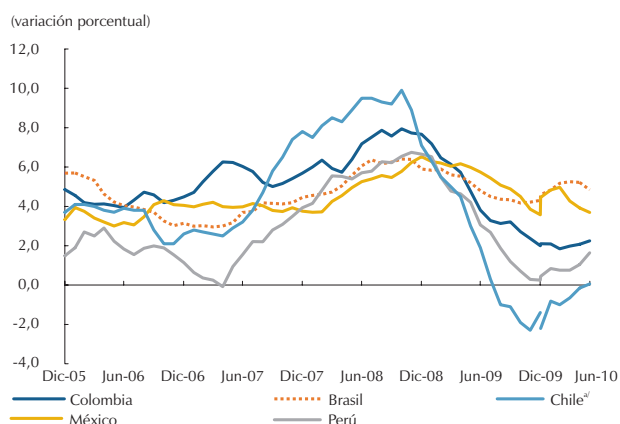
Notas: 1/ Balanza de pagos estimada en julio de 2010.
2/ Los escenarios A y B corresponden al rango inferior y superior de pronóstico, respectivamente.
Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 63
Inflación total en algunas economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 64
Inflación en Latinoamérica



a/ Cambio en la metodología en Chile a partir de enero de 2010.
Fuente: Bloomberg.

los contemplados en los informes anteriores. La delicada situación de la deuda en varios países europeos, que se ha reflejado hasta ahora débilmente en las cifras y pronósticos de crecimiento, podría tener un impacto mayor hacia adelante si los desequilibrios fiscales no se estabilizan y la confianza no se restablece plenamente en un plazo razonable. Igualmente, la debilidad que todavía exhibe el consumo de los hogares en los Estados Unidos es un hecho preocupante que exige un seguimiento estrecho, toda vez que en años anteriores su dinamismo fue el que permitió a dicha economía tener un crecimiento alto y estable.

B. BALANZA DE PAGOS

La proyección de balanza de pagos para el año 2010 que se presenta en esta sección tiene en cuenta la balanza observada para el primer trimestre del año, según la cual el déficit en cuenta corriente durante dicho período fue de US\$1.396 m (2,0% del PIB trimestral), superior al observado para el mismo período de 2009. Este aumento del déficit se originó en unos egresos corrientes (US\$1.804 m) mayores a los ingresos corrientes (US\$1.423 m). Dichos egresos se explican por el incremento en la remisión de utilidades de las empresas con inversión extranjera en el país (35,7% anual) y por el incremento de 10,5% anual de las importaciones de bienes y servicios. En cuanto a los ingresos, se observó un aumento de aquellos provenientes de las exportaciones de bienes y servicios (17,5%), mientras que los ingresos recibidos por transferencias corrientes cayeron 6,2%, debido

En general, para 2010 se espera una recuperación de los socios comerciales y una IED mayor que en 2009.

principalmente a la reducción de las remesas de trabajadores (-17,7% anual). El déficit corriente del primer trimestre se financió principalmente con las entradas netas de inversión extranjera directa (IED) y con deuda externa del sector privado, contabilizándose un superávit de la cuenta financiera de US\$1.499 m (3,0% del PIB trimestral).

Además de los resultados anteriores, para la proyección de la balanza de pagos de 2010 se utilizaron los rangos de pronósticos de crecimiento interno, externo y de precios presentados en otras secciones de este informe, junto con otras variables. Así, los principales supuestos son: i) un crecimiento de la economía colombiana entre 3,5% y 5,5% (como se presenta en la sección siguiente); ii) una recuperación de nuestros socios comerciales (entre 2,5% y 3,1%); iii) unos mejores precios internacionales de los principales productos exportados frente a los observados el año anterior; iv) una caída de los ingresos de las transferencias corrientes (entre -6,2% y -10,8%) menor a la del año pasado¹³; v) una IED neta mayor a la observada en 2009, y vi) un endeudamiento externo neto del sector público (sin Ecopetrol) alrededor de US\$4.000 m.

El ejercicio de balanza de pagos muestra que en 2010 las importaciones en dólares podrían crecer entre 11% y 29%, en términos anuales, y que las exportaciones lo harían entre 13% y 23%, dependiendo principalmente del comportamiento de los precios de los productos básicos y de la recuperación de las ventas hacia otros destinos diferentes a Venezuela. De esta forma, para el año 2010 se espera una ampliación del déficit en cuenta corriente frente a lo registrado en el año 2009 y en el primer trimestre del año. En efecto, dicho déficit podría ubicarse en un rango entre 2,2% y 3,0% del PIB, el cual se espera que sea financiado en su gran parte por entradas de IED y por recursos externos del sector público.

Para el año 2011 también se contemplaron varios escenarios de balanza de pagos, dependiendo de los rangos de pronóstico establecidos para los precios internacionales de los productos exportados y para el crecimiento de los Estados Unidos, Venezuela y Colombia, entre otros. Así mismo, para ese año se consideró un nivel importante de endeudamiento externo del sector público (sin Ecopetrol), pero menor que el de 2010, y una IED neta mayor que la proyectada para este año. Los resultados para la balanza comercial muestran que tanto las importaciones como las exportaciones (en dólares) aumentarían en 2011 a un menor ritmo que el esperado para 2010. Debido a ello, el déficit en cuenta corriente para el año 2011 podría ubicarse entre 1,9% y 2,7% del PIB, el cual se espera siga siendo financiado en gran parte por entradas de IED y por recursos externos del sector público.

El déficit en cuenta corriente en 2010 se estima entre 2,2% y 3,0% del PIB, para 2011 sería ligeramente menor.

13 El principal componente de las transferencias corrientes son las remesas de trabajadores, y su comportamiento durante el año 2010 dependerá del desempeño de las economías de donde dichos recursos provienen (los Estados Unidos, Venezuela y España).

C. CRECIMIENTO INTERNO

1. Segundo trimestre de 2010

Para el segundo trimestre de 2010 la mayor parte de los indicadores de actividad económica sugieren que la expansión anual de la economía habría continuado a un ritmo más dinámico que el observado en el primer trimestre del año. El comportamiento ha sido particularmente favorable en el caso de los indicadores de demanda interna, lo que permite esperar una aceleración en el crecimiento de este agregado.

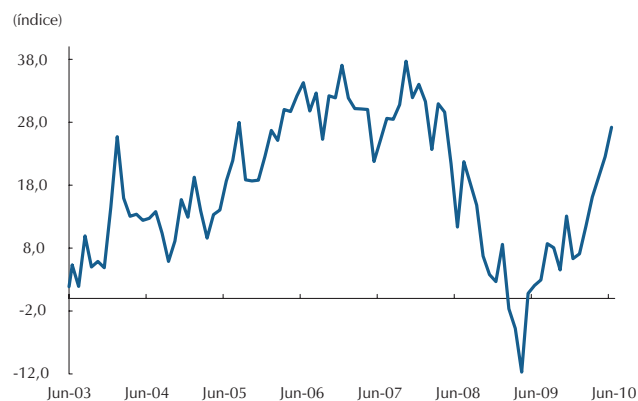
Las noticias más positivas provienen del consumo. De acuerdo con la Encuesta de opinión del consumidor de Fedesarrollo, la confianza de los hogares, medida por el índice de confianza del consumidor (ICC), aumentó nuevamente entre abril y junio acercándose a sus máximos niveles históricos (Gráfico 65). Durante lo corri-

do de 2010 el ICC no ha parado de crecer, impulsado principalmente por un mejoramiento constante de las expectativas de los hogares a corto y mediano plazos, pero también por una percepción cada vez más positiva sobre las condiciones económicas actuales. El aumento en la confianza de los consumidores se ha visto reflejado, a su vez, en una mayor disponibilidad para comprar bienes durables, vivienda y carro. Es importante anotar, sin embargo, que con la base 2005 la correlación entre la variación anual del consumo de los hogares y el ICC ya no es tan alta como solía ser.

El buen comportamiento del consumo en el segundo trimestre, sugerido por el aumento de la confianza de los hogares, estaría siendo confirmado por la evolución del comercio al por menor. De acuerdo con el DANE, durante abril y mayo las ventas al por menor crecieron en términos reales 8% y 13,1%, respectivamente (Gráfico 66). Aunque este dinamismo en mayo fue impulsado por la compra de vehículos (que aumentaron a una tasa anual de 50,9%); también se observó una expansión en términos anuales en las compras de alimentos (4,0%), ropa (8,1%) y principalmente de muebles y electrodomésticos (28,7%); así las cosas, la expansión de las ventas del comercio al por menor en mayo, sin tener en cuenta automóviles, fue de 7,9%.

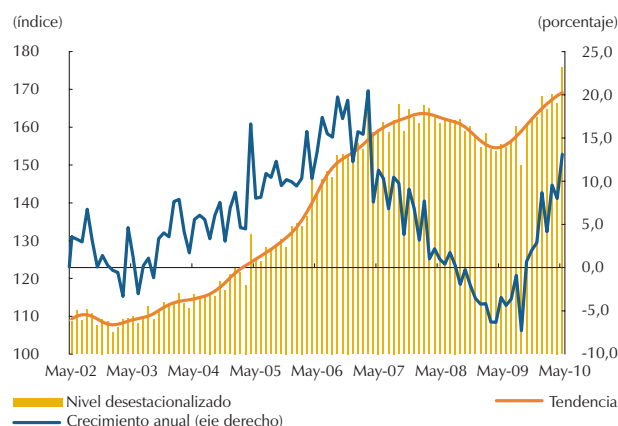
Por el lado de la oferta, la mayoría de indicadores de actividad económica también señalan ritmos de crecimiento superiores a los observados durante el primer trimestre. Respecto a la industria, según lo reportó el DANE, durante los meses de abril y mayo

Gráfico 65
Indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo



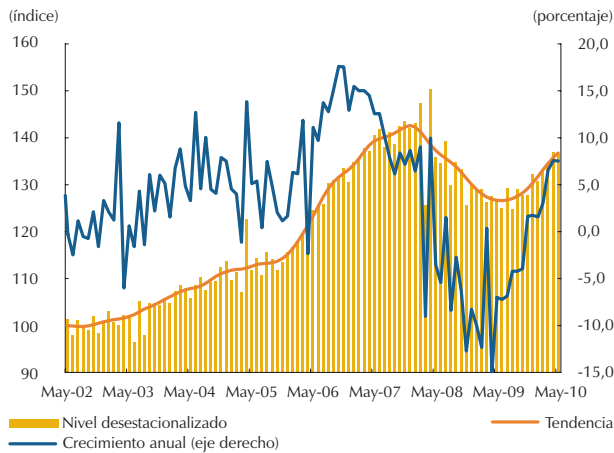
Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 66
Comercio al por menor sin combustibles
(serie desestacionalizada, tendencia y crecimiento anual)



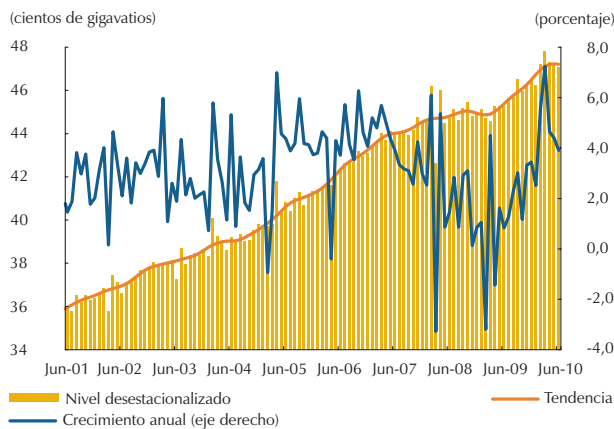
Fuente: DANE (MMCM).

Gráfico 67
Índice de producción industrial sin trilla de café
(serie desestacionalizada, tendencia y crecimiento anual)



Fuente: DANE (MMCM).

Gráfico 68
Demanda de energía total^{a/}
(serie desestacionalizada, tendencia y crecimiento anual)



a/ No incluye exportaciones de energía.
Fuente: XM. Compañía de Expertos en Mercados.

la producción creció en términos reales 7,6% y 7,5%, respectivamente, tasas significativamente mayores que la del promedio del primer trimestre (3,7%). Cuando se depura la serie de los ruidos estadísticos estacionales, se observa que la producción industrial mantiene una tendencia ascendente sólida (Gráfico 67). Esto último da cuenta del papel que ha tenido la demanda interna en la mayor dinámica de la producción industrial y el crecimiento de algunos mercados externos de la región, diferentes a Venezuela.

En la construcción, en promedio para abril y mayo, el área aprobada total según las licencias creció a una tasa anual elevada (32%), mucho mayor que la del primer trimestre (11%). Sin embargo, esta aceleración obedece en buena parte a un fenómeno estadístico por una base de comparación baja en igual período de 2009, pues su nivel aún dista mucho de los máximos alcanzados durante 2007 y 2008, y todavía se encuentra en valores similares a los de hace cinco años. La demanda de energía total, variable que excluye exportaciones de energía y que se encuentra asociada, sobre todo, con la dinámica de la actividad económica urbana, es el único indicador que mostró una desaceleración entre marzo y junio frente a los tres primeros meses del año: su crecimiento anual fue de 4,3%, menor que el observado en el primer trimestre (5,1%) (Gráfico 68).

Teniendo en cuenta los indicadores anteriores, en este informe se espera que el crecimiento en el segundo trimestre esté impulsado sobre todo por el consumo, especialmente el de los hogares. Dentro del gasto de los hogares, el segmento más dinámico deberá ser el

de las compras de bienes durables, ante todo por automóviles. Gracias a ello, la tasa de expansión estimada para el consumo privado en estos últimos tres meses se acercaría a la que se ha observado en promedio desde 2001 (3,8%). El consumo del Gobierno, por su parte, presentaría una menor dinámica anual con respecto a lo registrado en el primer trimestre de este año. Esta desaceleración es consistente con cierta estabilización en los niveles de gasto público.

Para la inversión en capital fijo se estimó un crecimiento anual menor en el segundo trimestre, debido a que la construcción de obras civiles debe desacelerarse fuertemente, dada la mayor base de comparación en el mismo período de 2009. En niveles, sin embargo, las obras civiles no deberán cambiar sustancialmente frente al primer trimestre de este año. La inversión diferente de la anterior, por su parte, se aceleraría, alcanzando tasas cercanas a las que se tuvieron antes de la reciente crisis. Para el resto de la inversión se estimó un crecimiento anual superior al del

Las estimaciones para el segundo trimestre contemplan un incremento positivo para las exportaciones, por primera vez, desde comienzos de 2009.

primer trimestre, y más similar al observado antes de la contracción de 2008-2009. Tanto la variación de inventarios como el gasto en maquinaria y equipo apuntan en esta dirección. Cabe señalar que la producción de maquinaria efectuada por la industria aumentó en abril y mayo a una tasa cercana al 25%.

Las estimaciones para el segundo trimestre contemplan un incremento positivo para las exportaciones, por primera vez, desde comienzos de 2009. Sin embargo, el ritmo de expansión será moderado. Las importaciones, a su vez, con un aumento superior al 10%, serán el tipo de gasto con mayor dinamismo, en línea con el crecimiento esperado de la demanda interna. Es importante recalcar que la fuerte expansión anual de las compras externas también se explica en alguna medida por la baja tasa de comparación, pues, como se recordará, en el segundo trimestre de 2009 el nivel de las importaciones fue el más bajo del año.

Por último, por ramas de actividad económica, la industria y la minería son los dos sectores que más habrían aportado al crecimiento anual del PIB entre marzo y junio. En el primer caso, se estima una variación anual superior al 8%, mientras que para minería se prevé que continúen los aumentos por encima de 10%, impulsados por la producción petrolera. Todas las grandes ramas de actividad habrían presentado crecimientos anuales positivos.

Con base en lo mencionado, en este Informe se estima que el crecimiento anual del PIB para el segundo trimestre del año se habría ubicado en un intervalo entre 4,3% y 5,5%. Cabe tener en cuenta que, como consecuencia de ajustes finales a la nueva base 2005, el DANE aún no ha publicado las cifras del PIB con el nivel de desagregación habitual y, por tanto, este pronóstico tiene asociado un rango de incertidumbre mayor al acostumbrado.

2. Perspectivas para todo 2010 y 2011

La dinámica de la actividad económica observada en el primer cuarto de año, junto con lo previsto para el segundo trimestre, permite esperar un crecimiento para todo 2010 superior al que se anunció en el *Informe sobre Inflación* anterior. En el presente informe se sigue considerando que la expansión del PIB en este año sería impulsada principalmente por la demanda interna, tanto por el consumo como por la inversión, mientras que las ventas externas proporcionarían una contribución positiva, pero más modesta.

El comportamiento de la economía colombiana en lo que queda del año se verá fuertemente influenciado por condiciones macroeconómicas que continuarán siendo favorables. Entre éstas se destacan las bajas tasa de inflación y de interés, cuyos efectos benefician tanto a hogares (por ejemplo, al aumentar su ingreso disponible) como a empresas (v. g. disminuyendo su costo del capital). A lo anterior se suma un sistema financiero sólido dispuesto a suplir la creciente demanda de crédito y una confianza en aumento por parte de consumidores e inversionistas. En el frente externo, un buen crecimiento de nuestros principales

En 2010 la expansión del PIB sería impulsada principalmente por la demanda interna.

El principal riesgo sobre la recuperación del crecimiento colombiano proviene de la evolución futura del crecimiento mundial.

socios comerciales (con excepción de Venezuela), permite una mayor demanda por los productos colombianos, y unos términos de intercambio elevados hacen posible un aumento importante de los ingresos por exportaciones.

En este contexto, el principal riesgo a la baja proviene de la evolución futura de la economía mundial. El riesgo de una eventual desaceleración en las economías desarrolladas puede golpear la recuperación de nuestras exportaciones y afectar negativamente los precios de nuestros principales productos de exportación. A esto se suma el nerviosismo de los mercados de capitales frente a los problemas de deuda de algunos países europeos, lo que podría afectar la percepción de riesgo hacia el país, pudiendo originar efectos adversos sobre el financiamiento externo y deteriorando la confianza de consumidores e inversionistas.

Como es usual, para el cálculo del rango de pronóstico se tuvieron en cuenta tres escenarios cuyos supuestos en materia internacional son coherentes con lo mostrado en el literal anterior (balanza de pagos). Los supuestos referentes al comportamiento de algunas variables internas se presentan a continuación:

- *Escenario de bajo crecimiento:* el consumo público se expandiría cerca de 3,5% mientras que la inversión en obras civiles mostraría un crecimiento negativo.
- *Escenario central:* en este escenario el consumo del Gobierno aumentaría un poco más de 4% y la inversión en obras civiles lo haría a una tasa cercana a 2%.
- *Escenario de alto crecimiento:* el consumo público se incrementaría 5%, mientras que la inversión en obras civiles lo haría alrededor de 6%.

Los principales resultados muestran que el consumo crecería significativamente en los tres escenarios, impulsado sobre todo por el gasto de los hogares. El aumento de este tipo de gasto se daría simultáneamente con alguna mejoría en la calidad del empleo, así como por una disminución moderada en la tasa de desocupación. A su vez, el incremento en el consumo privado podrá darse como consecuencia de la expansión del crédito, pues las bajas tasas de interés y las mejores perspectivas de crecimiento económico han disminuido la percepción de riesgo por parte de las entidades financieras. Vale la pena anotar que la dinámica del gasto de los hogares seguiría afectada por la caída esperada en las remesas, la cual, a su vez, se explica por el pobre comportamiento del empleo en países como los Estados Unidos y España.

Se espera que el crecimiento de la inversión en capital fijo sea mayor a la observada el año anterior, principalmente por el impulso en la inversión distinta a obras civiles.

La inversión en capital fijo, por su parte, deberá presentar un crecimiento superior al observado en 2009 en todos los escenarios. Dado el moderado aumento esperado para la inversión en obras civiles, el impulso provendrá principalmente del resto de la inversión. Este último agregado, que comprende la inversión destinada a la industria y la construcción, crecerá de manera importante en el segundo semestre del año, respondiendo a la disminución esperada en los excesos

El crecimiento del PIB en 2010 se ubicaría entre 3,5% y 5,5%.

de capacidad instalada y a una utilización más intensiva del acervo de capital existente. Este agregado también responderá a la fuerte inversión que se prevé para el sector petrolero y el minero.

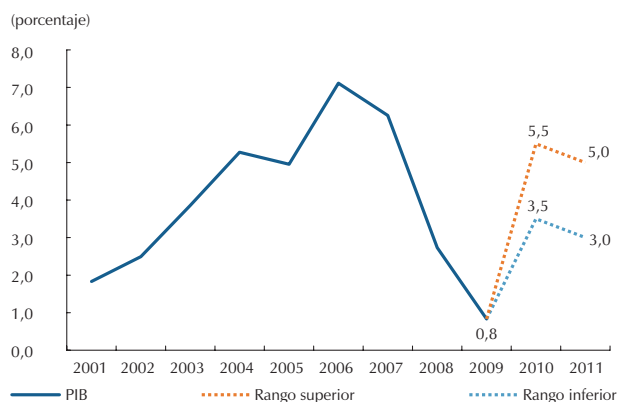
Los pronósticos indican que durante 2010 las importaciones se recuperarán rápidamente, alcanzando niveles similares a los que se presentaron en 2008, y ayudando así a sostener la recuperación del gasto interno. A su vez, se espera una evolución positiva de las exportaciones, pero con una expansión mucho más moderada que la de las importaciones. Las ventas externas durante este año continuarán sintiendo los efectos negativos de las restricciones comerciales impuestas por el gobierno venezolano desde mediados de 2009. Sin embargo, comenzarán a sentirse en mayor medida los resultados de la sustitución del mercado de ese país y, adicionalmente, los efectos de la entrada en vigencia de tratados comerciales con algunos países centroamericanos y con Canadá.

Así las cosas, el pronóstico de crecimiento para 2010 se ubica en un rango entre 3,5% y 5,5%, con un escenario más probable de 4,5% (Gráfico 69). En este informe se revisó al alza el pronóstico de crecimiento considerablemente como resultado de varios factores. En primer lugar, porque se supone un aumento más fuerte de la demanda pública que el previsto en el Informe anterior, principalmente por un mayor gasto del Gobierno y en menor medida por una inversión pública en infraestructura un poco más dinámica. En igual sentido se corrigió la proyección de crecimiento de la demanda privada como consecuencia de: i) el efecto que tuvo la política monetaria sobre las tasas de interés de mercado, particularmente, las hipotecarias y de consumo, lo que permitió acelerar las decisiones de gasto en bienes durables y de compra de vivienda más rápido que lo previsto; ii) el moderado impacto del fenómeno de El Niño hizo posible la estabilización de la inflación, impidiendo el deterioro que había sido proyectado en el ingreso disponible, y iii) la recuperación de la confianza se dio más rápido que lo esperado. Además, se prevé un mayor crecimiento de los principales socios comerciales, lo que se verá reflejado en una mayor demanda por exportaciones colombianas. Paralelamente, se estima que algunos factores de oferta tendrán un mejor comportamiento que el

inicialmente previsto, en particular, por cuenta de la rápida restitución de los ingresos del sector cafetero en el segundo semestre del año, resultado del alza en el precio del grano y de mayores volúmenes exportados, así mismo, por el mejor comportamiento de otros productos mineros distintos de petróleo. A todo lo anterior se suma que, como resultado de los cambios metodológicos que tuvo el cálculo del PIB, su crecimiento en los últimos trimestres resultó más acentuado, lo cual incidió en la corrección al alza de los pronósticos.

De la misma forma que en el caso del pronóstico para el segundo trimestre, el rango de crecimiento proyectado para todo 2010 tiene más incertidumbre que lo habitual. Esto como consecuencia, entre otras, de la

Gráfico 69
Rango de pronóstico del PIB para 2010 y 2011



Fuente: DANE; pronósticos del Banco de la República.

ausencia de información a nivel de ramas de actividad del PIB¹⁴ y por la poca certeza sobre la velocidad y persistencia del crecimiento mundial.

De otro lado, el indicador líder Imaco, que resume en un solo índice diversas variables sectoriales, muestra con datos observados a mayo un crecimiento para todo 2010 algo menor al 4%; es decir, en la mitad inferior del intervalo que muestra

el ejercicio de pronóstico (Gráfico 70). Sin embargo, conviene advertir que la metodología del Imaco (descrita en el *Informe sobre Inflación* de junio de 2009) puede dejar de lado algunos motores particulares del crecimiento de 2010, pues no incluye de manera directa elementos asociados con el sector minero.

Adicionalmente, en este informe se presenta por primera vez un pronóstico para el crecimiento del PIB en 2011, resultado también de distintos escenarios de balanza de pagos. El ejercicio muestra como resultado un crecimiento de la economía colombiana algo menor al de 2010, como debido a diversos factores. En el frente externo, porque se espera un menor crecimiento de la economía mundial, lo cual repercutiría en las exportaciones y los ingresos a Colombia, entre otras variables. En el frente interno, porque se supone un menor crecimiento del consumo público y de la inversión; esto

último porque se proyecta una disminución en la transferencia de ahorro externo al sector productivo, como lo indica el menor déficit de cuenta corriente proyectado en la balanza de pagos.

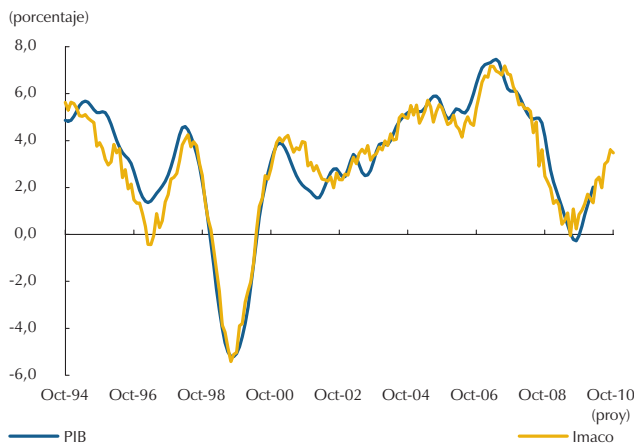
Así las cosas, con base en estos supuestos se estima que el crecimiento de la economía en 2011 se ubicará en un rango entre 3% y 5% (Gráfico 70). Este rango es consistente con una expansión del consumo de los hogares importante, pero algo menor a la que se habría observado en 2010.

D. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

1. Pronóstico

Los pronósticos de inflación de mediano y largo plazos que se presentan en este documento no cambiaron sustancialmente frente a los descritos en el *Informe sobre Inflación* de marzo. La senda central de la proyección para la inflación total al consumidor muestra que ésta puede terminar en 2010 cerca del punto medio del rango meta de largo plazo establecido por la JDBR (de 2% a 4%) y un poco por debajo de

Gráfico 70
Imaco: líder cinco meses del PIB^{a/}



(proy): proyectado
a/ Se presenta su crecimiento acumulado cuatro trimestres.
Fuente: cálculos del Banco de la República.

Los pronósticos de inflación no cambiaron sustancialmente frente a lo descrito en el informe anterior.

14 La información a nivel de ramas de actividad estará disponible a partir del mes de octubre según el DANE.

Los nuevos pronósticos de crecimiento implican una brecha del producto menos negativa y cerrándose más rápido.

lo previsto hace tres meses. Para 2011 la inflación disminuiría acercándose al piso de dicho intervalo, y a futuro convergería al 3% de una manera más rápida que la contemplada anteriormente.

Pese a que los pronósticos sufrieron pocos ajustes, en los últimos tres meses surgieron nuevas circunstancias que vale la pena mencionar, ya que afectaron la velocidad de convergencia de la inflación hacia el punto central del rango meta de largo plazo:

La más importante tiene que ver con el resultado del crecimiento económico para Colombia durante el primer trimestre, el cual estuvo significativamente por encima del previsto por el equipo técnico del Banco de la República. Esta situación, como se detalla en la sección precedente, obligó a revisar al alza los pronósticos del PIB y de la demanda interna e hizo necesario recalcular la brecha del producto, proponiendo un cierre más rápido de ella. De acuerdo con las nuevas estimaciones, la brecha se mantendría en terreno negativo en lo que resta de 2010, aunque con un nivel más cercano a cero que lo contemplado anteriormente. Esto descarta la posibilidad de que en la segunda mitad del año en curso se presenten presiones de demanda importantes sobre los precios al consumidor, las cuales pudieran comprometer la meta.

Para 2011, sin embargo, el mayor crecimiento acumulado junto con el previsto para ese año se traducirá en un cierre completo de la brecha y eventualmente en un aumento del PIB por encima de su nivel potencial. En particular, la brecha estimada para finales de 2011 deberá entrar en terreno positivo a comienzos de ese año si las tendencias de crecimiento se mantienen, lo que anticipa el momento en que pueden presentarse presiones sobre los precios. De todas maneras, el modelo del Banco indica que la probabilidad de que esto suceda en la primera mitad de 2011 aún es baja, pero que iría en aumento en los trimestres siguientes, y en particular hacia 2012.

Una circunstancia que hace aún poco probable que el nuevo crecimiento previsto en 2010 y 2011 tenga efectos alcistas sobre los precios internos es el estado todavía débil de la demanda externa, sobre todo como consecuencia de la parálisis del comercio con Venezuela. Los productos potencialmente exportables hacia el país vecino abarcan un segmento importante de los bienes de consumo colombianos, ante todo de alimentos, y sus precios son sensibles a la demanda venezolana, como lo demostraron las caídas registradas a finales del año pasado y a comienzos del presente. Estos precios han seguido afectados por el colapso de las ventas hacia dicho país y el mercado interno parece estar sujeto todavía a problemas de sobreabastecimiento, según lo reportan algunos gremios. Dicha situación no debería cambiar sustancialmente para el resto del año a menos que el comercio se restablezca, lo cual podría afectar algunos precios de manera gradual, algo que no está contemplado en los pronósticos presentados en este informe.

La parálisis del comercio con Venezuela ha generado un sobreabastecimiento de algunos productos, que limita las alzas de precios.

Otro factor por considerar es el comportamiento reciente del tipo de cambio. En los últimos tres meses el peso tendió a apreciarse y esto no fue plenamente previsto en el informe anterior. Dado que el rezago con el que se transmiten los movimientos del tipo de cambio a los precios al consumidor es de al menos tres meses, el fortalecimiento del peso puede seguir repercutiendo en los precios de los transables durante

La apreciación observada del peso permitirá caídas en algunos precios de bienes transables.

la segunda mitad del año. Así las cosas, los pronósticos actuales indican que los precios de los bienes transables continuarán presionando a la baja la inflación al consumidor en los próximos trimestres, y lo harán con mayor fuerza que lo anticipado hace tres meses. Hacia 2011, y en tanto no se esperan presiones de consideración hacia la depreciación del peso, los precios de transables seguirán exhibiendo ajustes inferiores al rango meta, aunque lentamente deberán aproximarse a éste, algo que sucedería efectivamente en 2012.

Para este informe no se vislumbran alteraciones de los precios atribuibles a choques de oferta transitorios, a diferencia de lo que se planteaba en los informes anteriores. En el caso de los alimentos, el fenómeno de El Niño ya finalizó de acuerdo con los reportes más recientes de las agencias de meteorología, y sus efectos sobre precios terminaron siendo bastante menores que los previstos, dadas las razones expuestas en el *Informe sobre Inflación* de marzo y en el *Informe al Congreso* de mitad de año. En la actualidad se ha anunciado la aparición de un fenómeno de La Niña que iniciaría en el tercer trimestre, el cual debería aumentar las lluvias por encima de sus niveles normales. Aunque existe el riesgo de que dicha situación castigue la oferta agropecuaria y obstaculice el transporte, encareciendo los bienes para el consumidor final, la probabilidad de que esto suceda es baja, según lo sugieren episodios similares en años anteriores.

Por el lado de los precios de los regulados, tampoco se prevén choques de importancia fuera de los ya considerados desde los informes anteriores y que deben llevar a aumentos por encima de la meta en los casos de la energía (por la nivelación de las tarifa en el centro del país) y de los combustibles (por la nivelación con los precios internacionales). En el pasado reciente una fuente importante de choques han sido los precios internacionales, especialmente los del petróleo. Sin embargo, para este informe se pronostica estabilidad en este precio para el resto del año y algunos aumentos hacia 2011 acordes con un crecimiento mundial positivo, pero moderado (véase sección primera, pp. 56). Un comportamiento similar se prevé para otros precios internacionales de materias primas y de alimentos de origen importado o altamente transable como cereales y aceites.

La reducción de las expectativas de inflación contribuirá a mantener baja la inflación en los próximos trimestres. Especialmente a comienzos de 2011 cuando se revisen la mayoría de precios.

Según el entorno descrito, y ante un desempeño de los precios mejor que el anticipado por el mercado, las expectativas de inflación se redujeron nuevamente en los últimos tres meses, afianzándose dentro del rango meta de largo plazo no sólo para finales de 2010 sino a horizontes más amplios. Esto ayuda a garantizar una inflación relativamente baja en los próximos trimestres y muy especialmente a comienzos de 2011, cuando se revisen la mayoría de precios. Hacia esta misma dirección apuntan los mecanismos de indexación todavía activos, que aumentan la probabilidad de que los ajustes de precios en 2011 se efectúen a tasas bajas acordes con la inflación esperada para fin de 2010 y dentro del rango meta.

La inflación se incrementaría a finales del año para luego descender, acercándose al piso del rango meta.

Teniendo en cuenta todas las circunstancias mencionadas, el ejercicio de pronóstico del Banco arroja una senda central de pronóstico para la inflación anual al consumidor que aumenta un poco hasta finales de año, para luego ceder en 2011, acercándose al piso del rango meta de largo plazo. La aceleración de la inflación anual en el segundo semestre del año en curso se concentra en parte en el IPC de alimentos, y está relacionada más con una muy baja base de comparación en la segunda mitad del año pasado que con aumentos de importancia en los precios. De hecho, por razones de estacionalidad de la oferta, los precios de los alimentos tienden a aumentar muy poco en la segunda mitad del año e incluso pueden caer en algunos meses como septiembre y octubre. Sin embargo, el año pasado estas caídas fueron muy fuertes y prolongadas, por lo que es menos probable que se repitan, lo cual ocasionaría un aumento de las variaciones anuales. En el caso de los regulados, también se proyecta una aceleración en las variaciones anuales entre junio y diciembre por razones similares a la de alimentos, más que por alzas en los precios.

Para las otras dos canastas (IPC de transables y de no transables sin alimentos ni regulados) no se proyectan cambios importantes en lo que resta del año. En el caso de transables, los ajustes anuales negativos continuarán observándose hasta diciembre, siguiendo una senda un poco más baja que la contemplada en el informe anterior. Para los no transables, las variaciones anuales se mantendrán por encima del punto medio del rango meta.

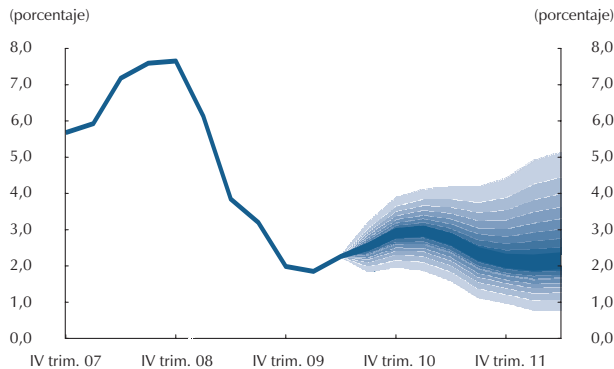
Hacia 2011, además de las reducciones ya mencionadas en alimentos, se esperan caídas en las variaciones anuales de regulados y, en menor medida, en no transables sin alimentos ni regulados. En este último caso, ello obedece al papel que desempeñan las menores expectativas y la indexación, que en un entorno de baja inflación predominan sobre factores alcistas asociados con el mayor crecimiento y con el surgimiento de una brecha del PIB positiva. Para transables sin alimentos ni regulados sí se espera algún repunte, dado que el tipo de cambio se mantendría estable y que algunos precios externos empezarían a subir como respuesta a la recuperación de la demanda mundial. Sin embargo, los ajustes de precios de esta canasta seguirían estando por debajo del rango meta de largo plazo, sirviendo de ancla para la inflación total.

2. Balance de riesgos

La incertidumbre sobre la inflación es menor en este informe que en el de hace tres meses debido a la finalización del fenómeno de El Niño.

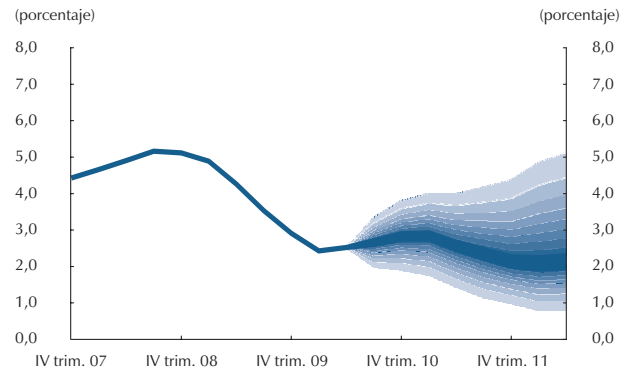
El balance de riesgos para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *Fan chart* de los gráficos 71 y 72. El *Fan chart* se estimó con una incertidumbre un poco menor que el reportado en informe anterior, debido a que los precios de los alimentos puede enfrentar hoy en día riesgos un poco menores porque el fenómeno de El Niño ha sido superado. De todas maneras, el rango de incertidumbre continúa siendo amplio y es mayor de lo que ha sido usual en el pasado.

Gráfico 71
Fan chart de la inflación total ^{a/}



a/ Los pronósticos se construyen suponiendo 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 72
Fan chart de la inflación sin alimentos ^{a/}



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

Los principales riesgos a la baja son:

- *Una desaceleración de la economía mundial*, sobre todo en los países desarrollados. La senda central de pronóstico de la inflación supone que las economías de los Estados Unidos, Europa y Japón continuarán en una senda de recuperación. Sin embargo, en los últimos meses han surgido señales que indican que la expansión podría verse frenada debido a los serios desbalances estructurales que enfrentan estos países y a la desconfianza que ello produce entre inversionistas y consumidores. De verificarse una nueva desaceleración mundial, los riesgos para Colombia serían los de una menor demanda externa y unos precios de los productos exportados también más bajos, con el consiguiente impacto negativo en el ingreso nacional. Como sucedió en 2008 y 2009, una situación como esta acarrea presiones a la baja sobre la inflación interna que superan los posibles efectos alcistas por cuenta de una posible depreciación del peso.
- *Una apreciación importante del peso frente al dólar y otras monedas*. La mejora en la percepción relativa de riesgo sobre Colombia y otros países emergentes de la región por parte de los mercados financieros internacionales puede conducir a una mayor entrada de capitales que tiendan a apreciar el tipo de cambio (ver Recuadro 2 p.p 53). A esto se suma la posibilidad de que se presenten mayores ingresos por exportaciones de materias primas gracias a un aumento en los volúmenes producidos durante los próximos años, mayor que el supuesto en este informe. En una situación como esta sería previsible esperar una caída adicional de los precios de los transables durante 2011, algo que no se contempla en la senda central de pronóstico en este informe.

Una desaceleración de la economía mundial y una mayor apreciación son los principales riesgos a la baja sobre la inflación.

En cuanto a los riesgos al alza:

- El principal es un crecimiento interno en la parte superior del intervalo de pronóstico, o incluso, por encima de él en caso de que el consumo público y

Hay una alta probabilidad de que las inflaciones de 2010 y 2011 se sitúen dentro de la meta de largo plazo.

la inversión en obras civiles se comporten mejor de lo esperado. Conviene señalar que sobre estas variables la información disponible es escasa. Así mismo, una eventual recuperación de las relaciones comerciales con Venezuela podría repercutir en los precios de los principales alimentos y otros artículos de la canasta del consumidor, sobre todo hacia finales de 2010 y para 2011.

- Un segundo riesgo alcista tiene que ver con aumentos en los precios externos de las materias primas y de los alimentos importados en caso de que se presenten choques de oferta. Algo de esto sucedía con el precio internacional del trigo cuando se redactaba este informe. La senda central de pronóstico no contempla alzas importantes en estos precios. Por otro lado, cabe señalar que un aumento generalizado y permanente en las cotizaciones internacionales es mucho más probable si la recuperación de las economías desarrolladas se consolida y no se interrumpe, como se teme hoy en día.
- En tercer lugar, no se puede descartar plenamente que el fenómeno de La Niña tenga un efecto alcista sobre los precios de los alimentos, algo que no fue incluido en el pronóstico central.

En este informe, al igual que en el de marzo, se sigue considerando que los riesgos al alza siguen predominando sobre los riesgos a la baja. No obstante, el *Fan chart* actual redujo este sesgo frente al de hace tres meses. En cualquier caso, el análisis de riesgo indica que hay una alta probabilidad de que la inflación de 2010 y 2011 se encuentre dentro de la meta de largo plazo fijada por la JDBR (entre 2% y 4%). En particular para 2010 se espera que la economía colombiana se recupere sin comprometer el objetivo de una inflación baja y estable. Para 2011 los ejercicios de proyección sugieren que debe seguir realizándose un seguimiento cuidadoso a los siguientes elementos: i) la velocidad con la cual se cierre la brecha del producto; ii) la persistencia de una inflación baja que podría transmitirse hacia algunos bienes y servicios indexados; iii) las expectativas de inflación, y iv) las perspectivas sobre el comportamiento futuro del dólar. Como siempre, los pronósticos presentados consideran una política monetaria activa.

Recuadro 3

EVOLUCIÓN Y PERSPECTIVAS DE LOS DESBALANCES MACROECONOMICOS GLOBALES

Daniel Parra*
Silvana Mantilla

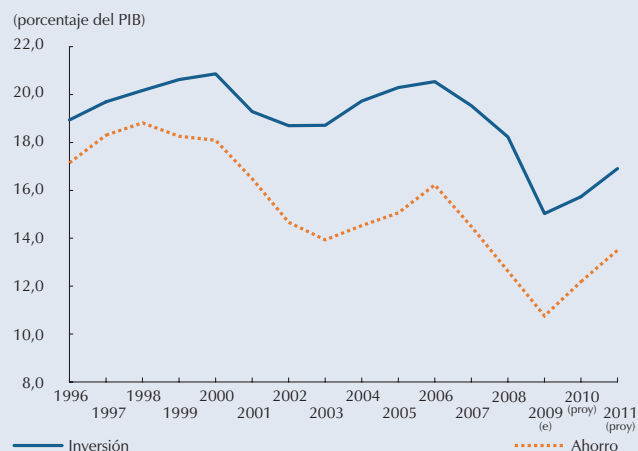
Al iniciar la crisis financiera de 2008, dentro del ámbito académico surgió un fuerte debate acerca de los orígenes de la misma. Algunos autores como Portes (2009) argumentan que la crisis fue el resultado de los desbalances globales producidos por las diferencias en las decisiones de ahorro e inversión entre países, las cuales externamente se vieron reflejadas en las cuentas corrientes y en los flujos de capital. Otros como Taylor (2009) y De Gregorio (2008) postulan un excesivo relajamiento de la política monetaria y la falta de regulación como las causas principales. Por otra parte, Caballero (2008 y 2009) sostiene que la crisis fue causada por una escasez de activos financieros transables y seguros, la cual fue mucho más marcada en los países emergentes que corrieron a comprar activos estadounidenses, tradicionalmente más confiables por la profundidad de su mercado financiero; de esta manera, el capital fluyó de países con exceso de ahorro hacia países desarrollados con escasez de ahorro. A pesar de no existir consenso sobre la causa principal de la reciente crisis, la mayoría de autores sí considera que los desbalances macroeconómicos tuvieron un efecto amplificador, independientemente de los mecanismos que la desencadenaron.

Blanchard y Milesi-Ferretti (2009) analizan la evolución de los desbalances globales y agrupan lo sucedido en tres períodos. En una primera fase, entre 1996 y 2000, el auge tecnológico, la búsqueda de mayor rentabilidad y las expectativas de mayor productividad en EEUU permitieron un aumento de la inversión en ese país, lo que dio lugar a un incremento de su déficit en cuenta corriente. Simultáneamente, se observó una reducción en la inversión en Asia, posterior a las crisis asiática y japonesa, que permitió a estos países registrar un superávit en cuenta corriente (gráficos R3.1 y R3.2).

En la segunda fase, entre 2001 y 2004, los Estados Unidos registró de nuevo un déficit de cuenta corriente como resultado de una caída del ahorro, en particular el del sector público. Al mismo tiempo, Asia emergente y Japón continuaron presentando superávits que se sumaron al de los países exportadores de petróleo. En general, en esta etapa los desbalances macroeconómicos no observaron grandes cambios.

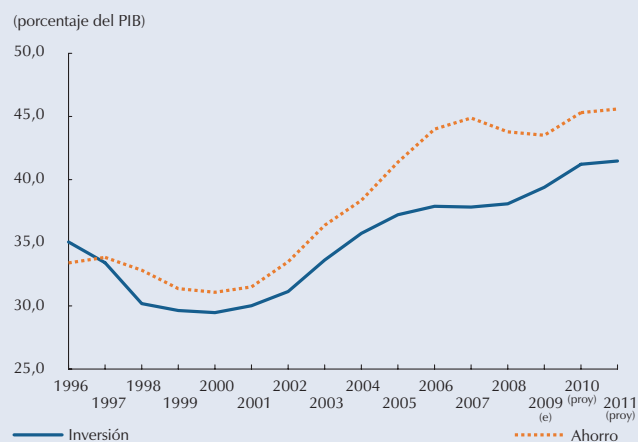
* Los autores son, en su orden, profesional y estudiante en práctica del Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones expresadas son de responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Gráfico R3.1
Estados Unidos



(e) estimado.
(proy) proyectado.
Fuente: FMI

Gráfico R3.2
Asia emergente



(e) estimado.
(proy) proyectado.
Fuente: FMI

En la tercera fase, que abarca desde 2005 hasta el momento en que se presentó la crisis financiera internacional en 2008, los Estados Unidos siguió presentado un bajo nivel de ahorro y un amplio déficit en cuenta corriente. Esta situación se acentuó porque coincidió con un período de aumentos significativos en los precios de activos inmobiliarios y financieros en los países desarrollados y con el notable incremento de los flujos de capital destinados a financiar deuda tanto pública como privada en esos países.

Según la mayoría de autores, los desbalances en los Estados Unidos fueron nocivos antes de la crisis ya que fueron reflejo expectativas demasiado optimistas de parte de consumidores

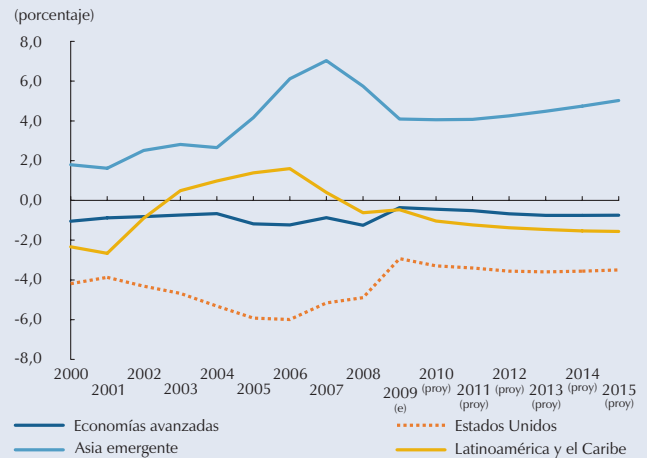
e inversionista, las cuales se manifestaron en el *boom* inmobiliario. Así, los hogares y empresas llegaron al inicio de la crisis con altos niveles de endeudamiento y con precios de activos que estaban sobrevalorados y que muy pronto se desinflaron provocando pérdidas generalizadas de riqueza

Después de la irrupción de la crisis financiera internacional en 2008 y hasta el día de hoy, las economías emergentes, en especial las de Asia, disminuyeron sus niveles de ahorro ya que debían impulsar el crecimiento económico con su demanda interna, como respuesta a la caída de la demanda mundial (Gráfico R3.1). Al mismo tiempo, en los Estados Unidos y otros países desarrollados se presentaron fuertes caídas en el consumo e inversión privados debido a la pérdida generalizada de riqueza, a lo que se sumó una destrucción de empleos sin precedentes (Gráfico R3.2). También, se presentó una disminución significativa en los precios de bienes básicos que generaron un recorte en el superávit de países exportadores de petróleo y una disminución en el déficit de países importadores, como es el caso de los Estados Unidos. Asimismo, en muchos países se observó un ajuste de sus cuentas corrientes resultado de la contracción del comercio mundial. Todo esto ocasionó una reducción importante en los desequilibrios globales, y permitió ciertos ajustes en las cuentas corrientes.

Sin embargo, al parecer este proceso no se consolidó y se limitó solo a la fase recesiva del ciclo económico. Con los incipientes signos de recuperación en los países desarrollados los factores que permitieron dichos ajustes estarían revirtiendo su tendencia (Véase Capítulo 3). En particular, en el primer semestre de 2010, se observó de nuevo una ampliación del déficit comercial de los Estados Unidos y los precios de bienes básicos superaron los niveles observados en 2009; esto último ha beneficiado nuevamente a los países petroleros, permitiéndoles mantener o elevar sus superávits externos y fiscales. Reconociendo estas nuevas tendencias, el FMI, en sus proyecciones considera una leve ampliación de los déficits de los Estados Unidos y países desarrollados desde 2010 hasta 2014 (Gráfico R3.3).

La interrupción de un ajuste que se considera como inevitable siembra nueva incertidumbre acerca de cómo se efectuará y que tan traumático será. Alguna literatura sugiere un primer escenario en el que el ajuste se daría abruptamente cuando la menor demanda por activos financieros estadounidenses y europeos ocasione un corte súbito de los flujos de capital hacia esas economías. Esto conduciría a un aumento en las tasas de interés y a un debilitamiento fuerte de las monedas de estos países, de tal forma que el consumo de los hogares se vería fuertemente afectado. En ese entorno, la caída en la demanda interna de las economías deficitarias podría no ser compensada por aumentos del gasto en los países emergentes superavitarios, con lo cual el crecimiento mundial se vería fuertemente afectado.

Gráfico R3.3
Cuenta corriente como porcentaje del PIB



(e) estimado.
(proy) proyectado.
Fuente: FMI

Una segunda alternativa contempla un cierre gradual de los desbalances, mediante el ajuste suave del consumo y de los precios de los activos financieros. En este escenario la menor demanda en los países deficitarios sería reemplazada por una mayor demanda en los países superavitarios, de modo que el crecimiento mundial se vería menos afectado. La flexibilización en los tipos de cambio de las economías asiáticas, especialmente la de China, haría que el ajuste fuera incluso más gradual.

Pese a estas opiniones divergentes, en la academia y en el mercado ha empezado a surgir un cierto consenso en torno a las lecciones que deja la crisis reciente en materia de política monetaria. En primer lugar, es claro que hacia el futuro las autoridades económicas deberán mantener en sus agendas una estrecha vigilancia de los desbalances macroeconómicos crónicos a nivel global y tratarán de suavizar al máximo los efectos adversos que podrían desprenderse de los procesos de ajuste. Corbo (2006) sugiere que las políticas deberían estar encaminadas a aumentar el ahorro tanto privado como público en los Estados Unidos, al mismo tiempo que se tendrá que estimular el consumo en China a través de mayores facilidades de acceso al crédito por parte de las familias y mediante la extensión de la cobertura en seguridad social, esto último para provocar una reducción en el ahorro con motivos precautelativos.

En segundo lugar, queda claro que los países deberían permitir la flotación de sus monedas sin excesivas intervenciones y al mismo tiempo deberían contar con una política monetaria y fiscal contracíclica, que no atente contra la estabilidad macroeconómica. En tercer lugar, las autoridades deben propender por mantener sus sistemas financieros sólidos a través de la regulación y del seguimiento de sus entidades. Todo esto permitiría atenuar los efectos de choques externos.

Referencias

- Blanchard, O; Milesi-Ferretti, G. M. (2009). "Global Imbalances: In Midstream?". FMI, Staff Position Note SPN/09/29.
- Caballero, R. J.; Farhi E.; Gourinchas, P.O. (2008). "Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances". NBER, Documento de Trabajo.
- Caballero, R. J. (2009). "The Other Imbalance and the Financial Crisis", preparado para la Conferencia Paolo Baffi, pronunciada en la Banca d'Italia el 10 de diciembre de 2009.
- Corbo, V. (2006). "Los desbalances globales y los riesgos en la economía mundial", Banco Central de Chile.
- De Gregorio, J. (2008). "Las tensiones de la economía mundial. Documentos de política económica". Banco Central de Chile.
- Portes, R. (2009). "Global Imbalances". Documento interno London Business School y CEPR.
- Taylor, J. (2009). "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", NBER Working Paper No. w14631.

ANEXO

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTRANJEROS

En este Anexo se presenta un resumen de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía para 2010 y 2011. Al momento de la consulta los analistas contaban con información de julio de 2010.

Proyecciones para 2010

En promedio, los analistas locales esperan un crecimiento económico de 4,4% frente a 3,0% registrado en el Informe sobre de Inflación anterior. Por su parte,

Cuadro A1
Proyecciones para 2010

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores	5,0	3,0	1.800	3,5	(3,4)	11,5
ANIF ^{b/}	4,3	3,5	n.d.	3,3	(3,6)	12,1
Banco de Bogotá	4,5	3,2	1.900	3,3	(3,4)	11,5
Banco Santander	4,0	3,1	1.900	3,8	(3,2)	11,5
Bancolombia	4,3	3,4	1.900	3,3	(3,6)	12,9
BBVA Colombia ^{a/}	4,2	3,2	1.920	3,5	(3,9)	11,9
Corficolombiana ^{a/}	4,3	3,2	1.950	3,6	(4,1)	11,9
Corredores Asociados ^{a/}	4,5	2,8	1.850	3,7	(3,0)	12,0
Correval	4,7	3,3	1.840	3,6	(3,4)	12,1
Davivienda ^{a/}	4,7	3,0	1.973	3,9	(4,0)	12,9
Fedesarrollo	4,0	3,2	1.890	n.d.	(4,5)	12,4
Promedio	4,4	3,2	1.892	3,5	(3,6)	12,1
Analistas externos						
Citi ^{a/ b/}	4,0	3,3	1.900	4,1	(3,7)	12,6
Deutsche Bank	2,7	3,0	2.100	n.d.	n.d.	n.d.
Goldman Sachs	4,7	3,6	2.050	n.d.	(3,5)	n.d.
JP Morgan	4,5	3,3	1.950	n.d.	(3,7)	n.d.
Promedio	4,0	3,3	2.000	4,1	(3,6)	12,6

n.d. no disponible.

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ Tasa de desempleo promedio del año.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones para 2011

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	5,5	2,5	1.700
ANIF	5,0	4,0	n.d.
Banco de Bogotá	4,1	4,0	2.000
Banco Santander	4,7	3,6	1.900
Bancolombia	4,0	3,8	1.985
BBVA Colombia	5,0	3,2	1.900
Corficolombiana	5,0	3,5	1.955
Corredores Asociados	5,0	3,4	1.800
Correval	5,5	3,5	1.870
Davivienda	5,2	2,9	n.d.
Fedesarrollo	4,6	3,4	n.d.
Promedio	4,9	3,4	1.889
Analistas externos			
Citi	4,4	3,6	1.950
Deutsche Bank	3,0	3,0	2.200
Goldman Sachs	4,6	3,5	2.011
JP Morgan	4,1	3,9	2.150
Promedio	4,0	3,5	2.078

n.d. no disponible.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

las entidades extranjeras consultadas prevén un crecimiento promedio del PIB de 4,0%.

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales prevén un incremento de 3.2% en los precios al finalizar el año, mientras que los extranjeros esperan 3,3% en promedio. Estos valores se encuentran dentro del rango meta fijado por la Junta Directiva JDBR para 2010 (entre 2,0% y 4,0%) y han venido presentando una reducción considerable en el transcurso del año.

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la TRM finalice el año en un valor promedio de \$1.892 frente a \$1.960 estimado en la encuesta analizada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a \$2000 para el cierre de año.

Para la DTF los analistas locales proyectan valores de 3,5%. Adicionalmente, los analistas nacionales consultados esperan que la tasa de desempleo se ubique en 12,1%.

Proyecciones para 2011

Para 2011 los analistas nacionales prevén un crecimiento de 4,9% frente a 4,0% estimado por los analistas extranjeros. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros proyectan una inflación de 3,4% y 3,5%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio, las entidades nacionales y externas esperan valores promedio del tipo de cambio de \$1.889 y \$2.078, respectivamente.