



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Diciembre de 2010

ISSN - 1657 - 7973



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Diciembre de 2010*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,
para su reunión del 31 de enero de 2011.

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. Comportamiento reciente de la inflación	15
B. Determinantes de la inflación	20
Recuadro 1: Tarifas eléctricas e inflación	40
Recuadro 2: Análisis retrospectivo del comportamiento de la economía colombiana durante 2010, según el modelo <i>Patacon</i>	43
II. Mercados financieros	46
A. Mercados externos	46
B. Mercados financieros internos	49
III. Perspectivas macroeconómicas	58
A. Contexto internacional	58
B. Balanza de pagos	63
C. Crecimiento interno	65
D. Pronóstico de Inflación	67
Recuadro 3: Perspectiva sobre los precios de los <i>commodities</i>	74
Recuadro 4: Inflación de alimentos y respuesta de política monetaria	76
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	79

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Inflación anual al consumidor	15
Gráfico 2	Indicadores de inflación básica anual	18
Gráfico 3	Inflación anual de regulados y sus componentes	18
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	20
Gráfico 7	Inflación de alimentos	20
Gráfico 8	Producto interno bruto (PIB)	21
Gráfico 9	PIB de los sectores transable y no transable	26
Gráfico 10	Muestra mensual de comercio al por menor	26
Gráfico 11	Indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo	27
Gráfico 12	Índice de producción industrial sin trilla de café	28
Gráfico 13	Área aprobada total según licencias de construcción	28
Gráfico 14	Demanda de energía total	29
Gráfico 15	A. Ocupados en el total nacional	31
	B. Ocupados en las 13 áreas metropolitanas	31
Gráfico 16	Ocupados por tipo de empleo	31
Gráfico 17	Ocupados formales e informales	31
Gráfico 18	Ocupados formales e informales por calificación	32
Gráfico 19	Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)	32
Gráfico 20	Tasa de desempleo (TD)	32
Gráfico 21	Índice de salarios sectoriales nominales: construcción pesada y vivienda	33
Gráfico 22	Índice de salarios sectoriales nominales: industria y comercio	33
Gráfico 23	IPP total	34
Gráfico 24	IPP por procedencia	34
Gráfico 25	IPP de producidos y consumidos por ramas de actividad económica	34
Gráfico 26	Índices de costos no salariales a partir de matriz de contabilidad social	35
Gráfico 27	Utilización de capacidad instalada (UCI)	36
Gráfico 28	Crecimiento anual del PIB: observado y potencial	37
Gráfico 29	Brecha del producto	37
Gráfico 30	Inflación observada y expectativas de inflación	38
Gráfico 31	Porcentaje de credibilidad en la meta de inflación de 2004 a 2011	38
Gráfico 32	Pronóstico de inflación anual, según bancos y comisionistas de bolsa	38
Gráfico 33	Pronóstico de inflación anual sin alimentos, según bancos y comisionistas de bolsa	39
Gráfico 34	<i>Break-even inflation</i> a uno, cinco y diez años	39
Gráfico 35	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a 5 años en algunos países de Europa	47
Gráfico 36	Tasas de los títulos de deuda pública a 10 años en los Estados Unidos	47
Gráfico 37	<i>Credit default swaps</i> (CDS) en algunos países de Latinoamérica	48
Gráfico 38	Índice de tasas de cambio en algunos países de Latinoamérica	48
Gráfico 39	Crédito total	51
Gráfico 40	Crédito bancario comercial en M/N, bonos del sector real y endeudamiento externo del sector privado	51
Gráfico 41	Crédito bancario en moneda nacional: según destino	51
Gráfico 42	Principales activos y pasivos del sistema financiero	52
Gráfico 43	Indicador de mora de la cartera	53
Gráfico 44	Tasas de interés pasivas	53
Gráfico 45	Tasas de interés de la cartera para hogares	53

Gráfico 46	Tasas de interés de la cartera comercial	54
Gráfico 47	Precios del suelo y la vivienda en Bogotá	56
Gráfico 48	IGBC	56
Gráfico 49	Tasas de interés TES cero cupón	56
Gráfico 50	Crecimiento mundial	59
Gráfico 51	A. Índice de producción industrial en algunas economías desarrolladas	59
	B. PMI para algunas economías desarrolladas	59
Gráfico 52	Contribución al crecimiento de los principales componentes del PIB en los Estados Unidos	59
Gráfico 53	Tasa de desempleo en las economías desarrolladas	60
Gráfico 54	Sentimiento y confianza de los consumidores en los Estados Unidos	60
Gráfico 55	Precio internacional del petróleo WTI	62
Gráfico 56	A. Inflación en las economías desarrolladas	63
	B. Inflación en Latinoamérica	63
Gráfico 57	Imaco: líder cinco meses del PIB	67
Gráfico 58	Rango de pronóstico del PIB para 2010 y 2011	67
Gráfico 59	<i>Fan chart</i> de la inflación total	71
Gráfico 60	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	71

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Descomposición de la inflación anual según presiones alcistas a diciembre de 2010	17
Cuadro 2	Crecimiento del PIB por tipo de gasto	22
Cuadro 3	Crecimiento del PIB por ramas de actividad económica	25
Cuadro 4	Índice de precios del productor (IPP)	35
Cuadro 5	Tasas reales de interés	54
Cuadro 6	Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales	61
Cuadro 7	Pronósticos de los bienes básicos exportados por Colombia	62

EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En 2010 la variación anual del IPC fue 3,17%, cifra cercana al punto medio del rango meta de inflación fijado para dicho año (entre 2% y 4%) por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR). En el pasado trimestre el fenómeno de La Niña, junto con el incremento en los precios internacionales de algunos productos básicos, impactaron los precios de los alimentos y de algunos bienes y servicios regulados, grupos que fueron los principales causantes de la aceleración de la inflación.

El mayor aumento en los precios de los alimentos, registrado entre septiembre y diciembre de 2010, se dio en los productos perecederos afectados por la fuerte ola invernal. Aunque en menor medida, el índice de precios al consumidor (IPC) de alimentos procesados también incrementó su ritmo de crecimiento anual. Este último comportamiento se dio en un contexto de depreciación del peso y un alza en las cotizaciones internacionales de algunos bienes básicos de origen agrícola. Además, el mayor precio mundial del petróleo se ha trasladado al IPC de regulados.

En el último trimestre de 2010 todos los indicadores de inflación básica que calcula el Banco de la República también se aceleraron. Sin embargo, su tasa de crecimiento anual promedio todavía se encuentra en la parte inferior del rango meta.

Dentro del IPC sin alimentos ni regulados, los transables continuaron registrando tasas de incremento anuales negativas durante el pasado trimestre, pero con tendencia ascendente. Por su parte, el grupo de no transables se mantuvo estable, comportamiento que pueden ser el reflejo de bajas presiones de demanda, y afín con una brecha del producto aún negativa, con una tasa de desempleo todavía alta y con la presencia de algunos excesos de capacidad productiva en sectores como la industria.

Las expectativas de inflación a un año aumentaron y se situaron en la mitad superior del rango meta de 2011. Las de largo plazo (cinco a diez años), medidas con los papeles de deuda pública, superaron el techo del mismo. Este comportamiento se explica en buena parte por el choque transitorio en el precio de los alimentos.

En cuanto a la actividad económica, en el tercer trimestre de 2010 el PIB creció 3,6% anual, cifra inferior al rango proyectado por el equipo técnico. El débil

desempeño de la inversión y de las exportaciones se explicó, en su orden, por las caídas registradas en la construcción de edificaciones y en las obras civiles, y por factores climáticos que afectaron los volúmenes de ventas externas de algunos productos básicos de origen agrícola y minero. El consumo de los hogares se aceleró nuevamente y fue el principal motor de la demanda interna en dicho trimestre.

A finales de 2010 la intensidad del invierno pudo haber tenido efectos negativos no sólo en la agricultura, sino también en la formación bruta de capital fijo, y en ciertas exportaciones de origen minero, las cuales no pudieron ser atendidas por problemas de extracción o de transporte. De esta forma, para el último trimestre de 2010 se espera un desempeño de la economía similar al registrado en el tercer trimestre, liderado principalmente por la aceleración en el consumo de los hogares.

Para 2011 existen varios factores que permiten estimar una aceleración del crecimiento, y su tasa podría estar alrededor de 4,5%. Con ello se consolidaría la convergencia de la actividad económica hacia sus niveles sostenibles de largo plazo y se presentarían las condiciones para que la política monetaria tienda hacia una postura menos expansiva. En primer lugar, el consumo y la inversión continuarían siendo impulsados por tasas de interés reales históricamente bajas y por un crédito que se ha acelerado y se ha reflejado en el incremento del endeudamiento de los hogares y las empresas. Las encuestas sobre la percepción de oferta y demanda de crédito indican que la disponibilidad del mismo continuará e incluso podrá acelerarse para algunos sectores.

El mercado laboral, que se viene recuperando desde inicios del año pasado, sería otro factor que seguiría alentando el consumo de los hogares. En 2010 se presentó una aceleración del empleo, tanto en el denominado *cuenta propia* como en el formal, éste último concentrado en aquellos trabajadores con mayor educación.

En el panorama externo una demanda mundial más favorable, pero que se recupera de forma lenta después de la fuerte crisis internacional, también contribuiría a mejorar la balanza comercial de nuestro país. Los términos de intercambio, que probablemente se mantendrán en niveles históricamente altos en 2011, estimularían las exportaciones de productos básicos y aumentarían el ingreso disponible de la economía.

Finalmente, a pesar de que en el primer semestre el fenómeno climático podría afectar de nuevo el PIB, el gasto adicional del Gobierno para atender la emergencia invernal podría atenuar este impacto. En el último semestre también finalizan las administraciones públicas locales, periodos en los cuales generalmente se acelera la ejecución del gasto en las regiones.

Con este contexto macroeconómico, el equipo técnico proyecta, con una alta probabilidad, que la inflación culminará 2011 dentro del rango meta de inflación definido para el presente año (entre 2% y 4%). Aunque en el primer semestre del año los choques transitorios de oferta pueden generar una aceleración de la inflación, en la segunda mitad de 2011 se revertiría esta tendencia.

Por lo anterior, en las reuniones de noviembre y diciembre de 2010 y de enero de 2011 la JDDBR decidió mantener inalterada su tasa de interés de referencia. En la última sesión anunció que, si la economía continúa la senda expansiva esperada, o las expectativas de inflación muestran señales de desviarse de las metas, se darán las condiciones apropiadas para retirar gradualmente el estímulo monetario con el fin de afianzar el crecimiento sostenido de la producción y el empleo.

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

Alejandro Reyes

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Rocío Betancourt, Luis Hernán Calderón, Daira Garrido, Carolina Arteaga y Joan Granados, jefa y profesionales 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, María Alejandra Hernández, Sebastián Ramírez y Jessica Aranda estudiantes en práctica.

I. LA INFLACIÓN Y SUS DETERMINANTES

La aceleración de la inflación anual durante el cuarto trimestre de 2010 está asociada con el repunte en los precios de los alimentos y, en menor medida, con el del componente regulado de la canasta familiar. Al excluir estos dos componentes, la inflación anual se mantuvo estable.

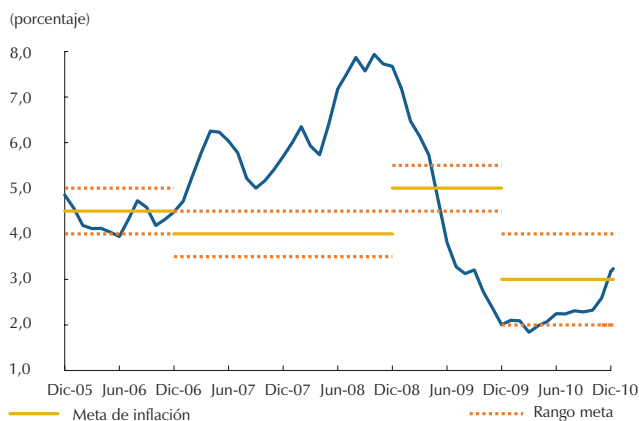
La demanda de trabajo continuó incrementándose, por lo que la tasa de desempleo ha disminuido.

En 2010 la economía colombiana habría crecido entre 3,7% y 4,1%. La demanda interna, en particular el consumo de los hogares, fue la principal fuente de expansión.

Las expectativas de inflación a un año aumentaron y se situaron en la mitad superior del rango meta de 2011. Las de largo plazo, superaron el techo del mismo.

A. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN

Gráfico 1
Inflación anual al consumidor



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La inflación total al consumidor terminó el año 2010 en 3,17%, cifra que se ubicó dentro del rango meta definido por la Junta Directiva del Banco de la República (de 2,0% a 4,0%). Pese a ello, tal guarismo es mayor que el registrado en diciembre de 2009 (2,0%) y estuvo por encima de lo previsto por el mercado y por las ediciones pasadas de este Informe. El aumento se concentró en los últimos dos meses, cuando se hicieron evidentes algunas presiones sobre los precios al consumidor originadas en choques de oferta (evento de La Niña) y factores externos (precios internacionales de los alimentos al alza) (Gráfico 1).

Fuera de los efectos de estos choques, en 2010 la inflación registró un comportamiento afín con lo esperado

La inflación al consumidor finalizó en 3,17%, dentro del rango meta.

y con pocas presiones al alza. Los excesos de capacidad productiva y las aún altas tasas de desempleo impidieron aumentos en costos y precios internos. Tampoco se hicieron evidentes presiones por cuenta del tipo de cambio a pesar de la depreciación del último trimestre, e incluso durante gran parte del año esta variable facilitó reducciones en precios de un segmento importante de bienes registrados por el índice de precios al consumidor (IPC).

Así mismo, el hecho de que la inflación cerrara 2009 en niveles bajos y se mantuviera así durante el primer semestre de 2010 le restó la influencia a los mecanismos de indexación como factor alcista, a lo que se sumó un aumento en la competencia de mercados específicos. Todas estas circunstancias permitieron mantener las expectativas inflacionarias dentro del rango meta, como viene sucediendo desde 2009, lo que ha postergado las alzas de precios en algunos casos.

Las bajas inflaciones registradas durante los últimos dos años tiene importantes efectos positivos sobre la estabilidad económica y el bienestar de la población colombiana. De una parte, un dato de inflación de pequeña magnitud y dentro del objetivo inflacionario preserva el poder adquisitivo de los hogares. Por otro lado, genera mayor confianza en la economía y permite una asignación más eficiente de recursos.

1. Inflación básica

La inflación básica se mantuvo por debajo del punto medio del rango meta a lo largo de todo 2010. Sólo a finales de año se presentaron algunos leves aumentos que en buena medida habían sido anticipados y que pudieron obedecer a los efectos de la ola invernal sobre los costos de transporte. De hecho, el promedio de los cuatro indicadores utilizados regularmente por el Banco de la República cerró el año en 2,6%, por debajo del registro de diciembre de 2009 (3,1%).

Todos los indicadores de inflación básica siguieron un comportamiento similar en el año (Cuadro 1). El que más se contrajo fue el IPC sin alimentos ni regulados, el cual se ubicó siempre por debajo del piso del rango meta. El núcleo 20, por su parte, terminó con el mayor registro de los indicadores y un poco por encima del punto medio del rango meta. Cabe señalar que este último es altamente influenciado por el comportamiento de algunos rubros que tienen una alta inercia inflacionaria, como las comidas fuera del hogar, los servicios médicos y la educación (Gráfico 2).

El IPC sin alimentos, el indicador de inflación básica utilizado en las proyecciones, finalizó el año en 2,8%, frente a 2,5% del tercer trimestre y 2,9% de diciembre de 2009. El aumento de los últimos tres meses fue mayor al previsto en el informe anterior, debido a que no se anticiparon los reajustes del IPC de regulados, y los de transables sin alimentos ni regulados. La canasta de no transables no presentó variaciones mayores en estos meses.

En el cuarto trimestre de 2010 la inflación básica aumentó ligeramente.

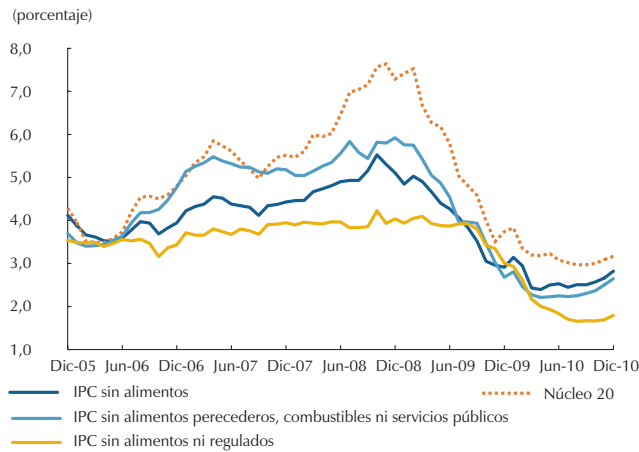
Cuadro 1
Descomposición de la inflación anual según presiones alcistas a diciembre de 2010

	Ponderación	Crecimiento anual						Participación porcentual en la aceleración del cuarto trimestre	Participación en puntos porcentuales en la aceleración (año corrido)
		Dic-09	Jun-10	Sep-10	Oct-10	Nov-10	Dic-10		
Total	100,0	2,0	2,2	2,3	2,3	2,6	3,2	100,0	100,0
Sin alimentos	71,8	2,9	2,5	2,5	2,6	2,7	2,8	26,6	(4,1)
Transables	26,0	1,4	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(0,5)	(0,3)	9,7	(36,6)
No transables	30,5	4,4	3,8	3,6	3,5	3,5	3,5	(1,3)	(21,1)
Regulados	15,3	2,6	5,1	5,6	5,9	6,3	6,6	18,2	53,6
Alimentos	28,2	(0,3)	1,5	1,7	1,7	2,4	4,1	73,4	104,1
Perecederos	3,9	(7,0)	5,3	4,4	0,5	2,7	11,0	25,7	56,6
Procesados	16,3	(1,2)	(0,8)	(0,2)	0,6	1,3	2,3	45,1	47,8
Comidas fuera del hogar	8,1	4,7	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5	2,6	(0,3)
Indicadores de inflación básica									
Sin alimentos		2,9	2,5	2,5	2,6	2,7	2,8		
Núcleo 20		3,7	3,1	3,0	3,0	3,1	3,2		
IPC sin alimentos perecederos, ni combustibles, ni servicios públicos.		2,7	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6		
Inflación sin alimentos ni regulados		3,0	1,8	1,7	1,7	1,7	1,8		
Promedio primeros tres indicadores		3,1	2,6	2,6	2,6	2,8	2,9		
Promedio todos los indicadores ^{a/}		3,1	2,4	2,4	2,4	2,5	2,6		

a/ Promedio de cuatro.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

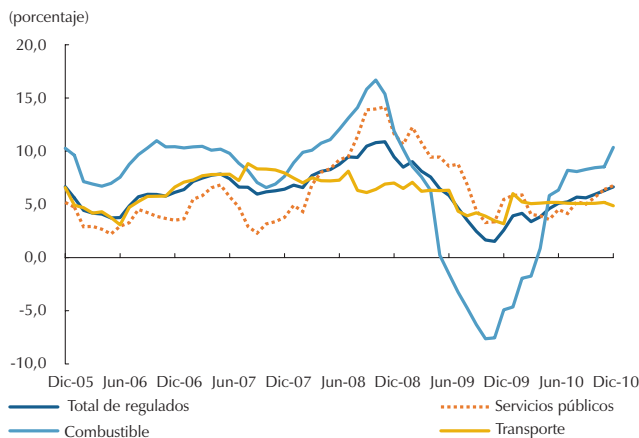
Al igual que sucedió en el cuarto trimestre, para todo 2010 también fue el IPC de regulados el subgrupo que más contribuyó a la aceleración de la inflación total y sin alimentos. Al finalizar el año la variación anual alcanzó 6,6%, muy por encima del registro de hace un año y de la meta del Banco (Cuadro 1, Gráfico 3). Su desempeño estuvo fundamentalmente explicado por el aumento en los precios de los combustibles debido a las mayores cotizaciones que alcanzó el petróleo en los mercados externos, sobre todo en la segunda mitad del año. Este efecto se sintió con cierta fuerza incluso en el cuarto trimestre. Cabe señalar que el IPC de la gasolina aumentó 10,4% en todo 2010, cuando un año atrás había registrado reducciones (de 4,9%). Estas alzas se reflejaron parcialmente en aumentos del IPC de transporte por encima del rango meta.

Gráfico 2
Indicadores de inflación básica anual



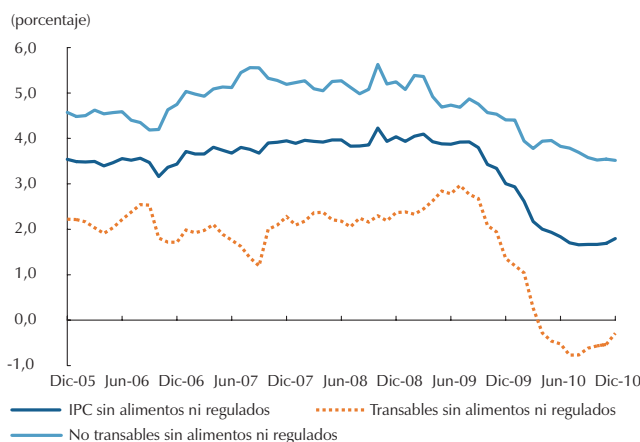
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 3
Inflación anual de regulados y sus componentes



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Dentro de los regulados, los servicios públicos (6,8%), en particular las tarifas de energía, también contribuyeron a acelerar la inflación al consumidor, aunque en menor medida que los combustibles (Gráfico 3). Aquí se debe precisar que los mayores ajustes en el servicio de la energía durante 2010 son el reflejo de los elevados precios a los cuales un año atrás se contrató la energía para consumo de los hogares por parte de las empresas distribuidoras, cuando se sentían los rigores del fenómeno de El Niño.

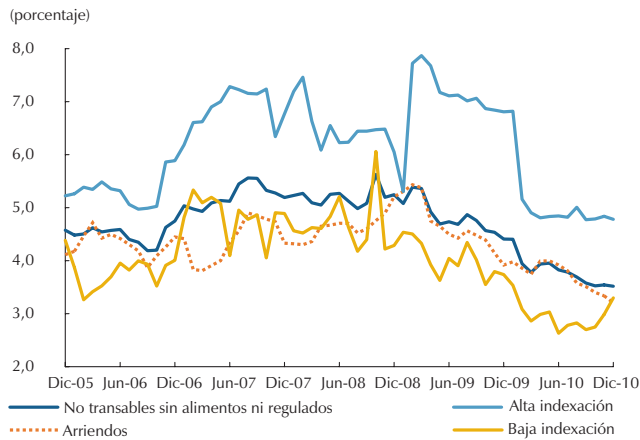
El IPC de transables, por su parte, contribuyó poco a la aceleración de la inflación en el cuarto trimestre, aunque su variación anual continuó en terreno negativo, como sucedió en trimestres anteriores (Gráfico 4). La depreciación del peso a finales de año pudo haber permitido en algo esta situación, aunque ella no impidió que muchos precios de transables siguieran presentando caídas absolutas en sus niveles. Este último es el caso de bienes importados como vehículos (el cuarto ítem de mayor representación dentro todo el IPC, con 4,4% de participación), además de electrodomésticos y equipos de comunicación.

En este informe se considera que las reducciones de precios en transables durante 2010 aún pueden ser atribuidas, en buena parte, a la apreciación acumulada del peso frente al dólar. La depreciación reciente ha sido leve y transitoria y, por tanto, su efecto sobre los precios al consumidor es menos claro, sobre todo teniendo en cuenta el poco grado de transmisión a los precios al consumidor observado en Colombia. Además, para el promedio del año el tipo de cambio en 2010 se situó 11,8% por debajo de lo registrado en 2009.

Por su parte, el segmento no transable del IPC sin alimentos ni regulados no contribuyó a aumentar la inflación anual en 2010. Este grupo pasó de crecer 4,4% en diciembre de 2009 a 3,5% en el mismo mes de 2010, con pocos cambios en los últimos tres meses del año. El resultado final estuvo muy cerca de lo previsto por los *Informes sobre Inflación* anteriores (Gráfico 5).

Dentro de este grupo se destacó el comportamiento de los arriendos, el componente de mayor peso en el IPC (que representa cerca de 19%). La variación anual de este componente pasó de 3,9% en diciembre de 2009

Gráfico 5
Inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

a 3,5% en septiembre y a 3,2% en diciembre del año pasado, la menor tasa de ajuste anual desde enero de 2003 (2,6%). De igual manera, los rubros con baja persistencia inflacionaria que incluyen una amplia gama de servicios personales prestados por empresas pequeñas o unipersonales, donde los mecanismos de indexación tienen escaso papel, presionaron la inflación a la baja: cerraron el año 2010 en 3,3%, cerca de 44 puntos básicos (pb) por debajo del registro observado un año atrás, y sin mostrar variaciones a finales de año. Algo similar sucedió con servicios como salud y educación, que son altamente indexados, aunque en este caso los ajustes de precios siguieron estando por encima del techo del rango meta (Gráfico 5).

De acuerdo con lo expuesto en informes anteriores, el descenso de la inflación de no transables denota pocas presiones de demanda, afín con una brecha del producto aún negativa, con una tasa de desempleo relativamente alta. Además es compatible con el hecho de que las expectativas de inflación han permanecido alineadas con la meta por varios trimestres, lo cual ha aumentado la credibilidad de la política monetaria.

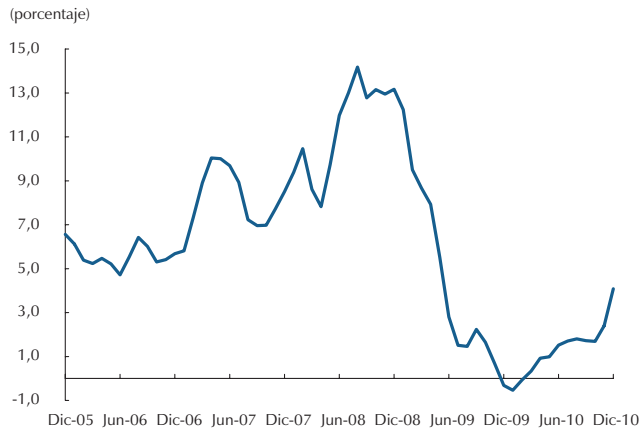
2. Inflación de alimentos

Como se ilustra en el Cuadro 1, el grupo de alimentos fue el componente de la canasta familiar que más presionó la inflación al alza tanto en el cuarto trimestre como en el año completo. Su variación anual pasó de -0,3% en diciembre de 2009 a 1,7% en septiembre y a 4,1% al cierre de 2010. Las alzas, sólo parcialmente anticipadas en el informe anterior, se concentraron sobre todo en los alimentos perecederos, y sucedieron en los meses de noviembre y diciembre. Sin embargo, en el cuarto trimestre también se comenzaron a registrar aumentos en los precios de los alimentos procesados, especialmente en los de origen importado o en los más transables. A lo largo del año las comidas fuera del hogar mantuvieron un ritmo de ajuste estable, pero alto en relación con la meta de inflación (gráficos 6 y 7).

Dos circunstancias explican las alzas en los precios de los alimentos a finales de año, ambas exógenas al manejo de la política monetaria. La primera corresponde al impacto de las fuertes lluvias e inundaciones que vienen afectando la producción y la distribución de productos agropecuarios, especialmente de los alimentos perecederos. Es importante recordar que a comienzos de 2010 persistía la presencia de un fenómeno de El Niño sobre buena parte del país, con impactos negativos sobre algunos cultivos debido a la escasez de lluvias. Dicho evento climático desapareció durante el segundo trimestre de 2010 y le dio paso a un evento de La Niña, que con lluvias muy abundantes produjo un impacto más severo sobre la producción agropecuaria y además averió carreteras y obstaculizó el transporte.

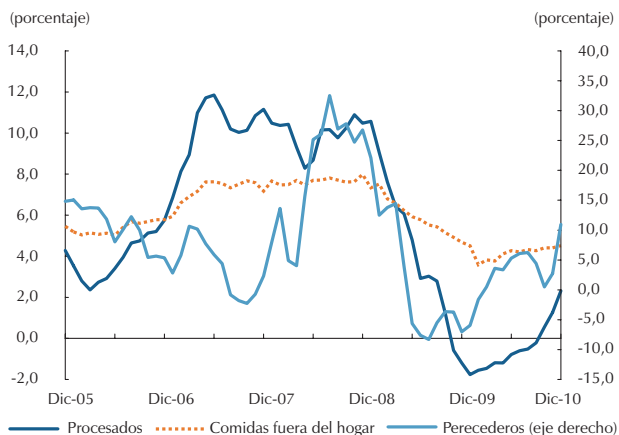
Los alimentos fue el grupo que más presionó al alza a la inflación total.

Gráfico 6
Inflación anual de alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 7
Inflación de alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Además, este fenómeno produjo la reducción del área sembrada en muchas zonas de la costa norte y del interior del país, afectadas por las inundaciones, lo que tendría repercusiones sobre la oferta de la primera mitad de 2011. Adicionalmente, hay que tener en cuenta que La Niña podría extenderse hasta mediados del año, con una estación lluviosa particularmente fuerte entre marzo y junio, por lo que la producción puede seguir expuesta a nuevos choques.

Cabe señalar, no obstante, que parte de las alzas que se han registrado en los precios de los perecederos también obedecen al ciclo normal de la oferta agrícola. Algo de esto había sido anticipado en informes anteriores.

El segundo choque provino de los precios internacionales de alimentos, los cuales, por diversas razones (explicadas en el capítulo III de este Informe), comenzaron a aumentar desde agosto y continuaron haciéndolo con fuerza en noviembre y en diciembre, más allá de lo contemplado en las proyecciones de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República. Este hecho, junto con la depreciación del peso de finales de año, comenzó a producir aumentos de alguna consideración en los precios al consumidor de los alimentos procesados o semiprocados, especialmente de los importados como cereales y aceites, o de otros de alta transabilidad como el azúcar.

Además de lo anterior, en la segunda mitad del año los precios internos de los alimentos ya habían asimilado la caída de la demanda venezolana, a diferencia de lo acontecido en el primer semestre. Una vez la oferta fue redirigida y ajustada a las nuevas condiciones de la demanda, los precios de productos como la carne dejaron de caer, e incluso volvieron a presentar repuntes.

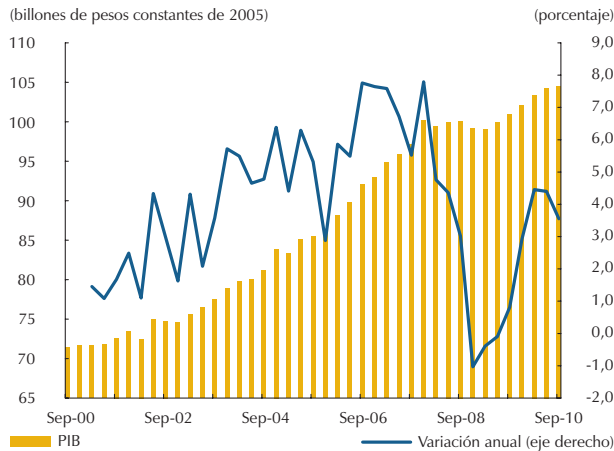
B. DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

1. Demanda agregada en 2010

a. El PIB del tercer trimestre

De acuerdo con el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), el producto interno bruto (PIB) en el tercer trimestre de 2010 creció a una tasa de 3,6% en términos anuales (Gráfico 8). Este aumento anual, inferior al de los dos primeros trimestres, sorprendió a los diferentes analistas y se ubicó incluso

Gráfico 8
Producto interno bruto (PIB)



Fuente: DANE.

por debajo del pronóstico más pesimista estimado en el *Informe sobre Inflación* del trimestre anterior (entre 4,0% y 4,8%).

A grandes rasgos, el menor crecimiento con respecto a lo esperado se explicó por la presencia de algunos choques de demanda y de oferta, entre los que se destacaron la contracción de la construcción de obras civiles y de la producción de carbón y de café, así como por una contribución de la demanda externa más negativa que la estimada en un inicio. Adicionalmente, en términos de su dinámica trimestral el PIB del tercer trimestre también mostró una desaceleración, pues creció tan solo 0,2% con respecto al período inmediatamente anterior, hecho que contrasta con la expansión que había venido mostrando en lo corrido del año (1,1% trimestral en promedio).

Por tipo de gasto se observó que, así como ocurrió en los meses anteriores, la mayor contribución al crecimiento del PIB provino de la expansión del consumo privado. Este tipo de gasto se expandió a una tasa superior a la que se ha observado en promedio desde el año 2000 y estuvo soportada por factores como el fuerte incremento en la confianza de los consumidores y la evolución del crédito destinado a consumo, impulsada, a su vez, por las bajas tasas de interés de mercado. Dentro del consumo privado los componentes que mostraron mayor dinámica fueron la compra de bienes durables, en particular la de automóviles y la de muebles para el hogar y la oficina. A su vez, se destacó la adquisición de bienes semidurables, en particular de productos textiles y calzado. Los dos componentes más importantes por su participación dentro del consumo de los hogares (bienes no durables y servicios), mostraron tasas de crecimiento comparativamente más modestas, similares a sus promedios históricos (Cuadro 2).

El consumo del gobierno, por su lado, en el tercer trimestre mostró una importante desaceleración, acompañada de una disminución de su nivel con respecto al trimestre anterior. En niveles, desde hace varios trimestres, se observó un estancamiento de este tipo de gasto.

Por su parte, la inversión en capital fijo tuvo una expansión modesta y menor que la esperada. En el tercer trimestre de 2010 este tipo de gasto creció a una tasa similar a la del trimestre inmediatamente anterior y muy por debajo de su promedio histórico (alrededor del 10% en términos anuales). Su comportamiento se vio afectado por la caída en la inversión destinada a construcción y edificaciones, pero sobre todo por el retroceso de las obras civiles, en especial de las relacionadas con la construcción de vías de agua, puertos, carreteras y puentes (Cuadro 2).

En el tercer trimestre el PIB creció 3,6% en términos anuales, menos que lo previsto.

En contraste, otros componentes de la inversión en capital fijo, como los destinados a equipo de transporte, y maquinaria y equipo, siguieron mostrando un crecimiento

Cuadro 2
Crecimiento del PIB por tipo de gasto

	2009 Año completo	Crecimientos anuales (porcentaje)			Contribuciones (pp)
		I trim.	2010 II trim.	III trim.	2010 III trim.
Consumo total	1,7	4,3	4,1	4,2	3,4
Consumo de los hogares	1,1	3,6	3,6	4,3	2,9
Bienes no durables	0,3	1,5	1,5	1,6	0,4
Bienes semidurables	5,6	9,0	10,8	10,1	0,6
Bienes durables	(12,1)	11,5	25,1	28,7	1,4
Servicios	2,1	3,2	2,8	4,0	0,6
Consumo final del Gobierno	2,9	7,0	5,8	3,3	0,5
Formación bruta de capital	(2,9)	8,5	20,4	6,8	1,7
Formación bruta de capital fijo	2,5	8,2	2,9	2,7	0,7
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	1,9	3,9	3,1	1,6	0,0
Maquinaria y equipo	(14,7)	(1,2)	24,6	27,8	1,7
Equipo de transporte	(13,3)	3,0	12,0	27,2	0,7
Construcción y edificaciones	(3,9)	2,5	(15,7)	(5,1)	(0,4)
Obras civiles	43,0	34,3	5,7	(15,2)	(1,3)
Servicios	1,4	4,1	(7,9)	(1,7)	(0,0)
Variación de existencias	(552,6)	5,5	(163,2)	126,3	1,1
Exportaciones totales	(8,0)	(6,0)	2,1	5,4	0,8
Importaciones totales	(7,9)	4,6	19,1	20,3	(4,3)
PIB	0,8	4,5	4,4	3,6	3,6

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

boyante. En ambos casos el gasto estuvo respaldado por importaciones de bienes de capital, pero también por un repunte en su producción nacional.

El panorama de la inversión total en el tercer trimestre se completó con una acumulación de inventarios levemente superior a la que se registró en el trimestre anterior. A pesar de esto, la inversión total se expandió a una tasa relativamente modesta, comparada con la que históricamente ha mostrado este agregado (Cuadro 2).

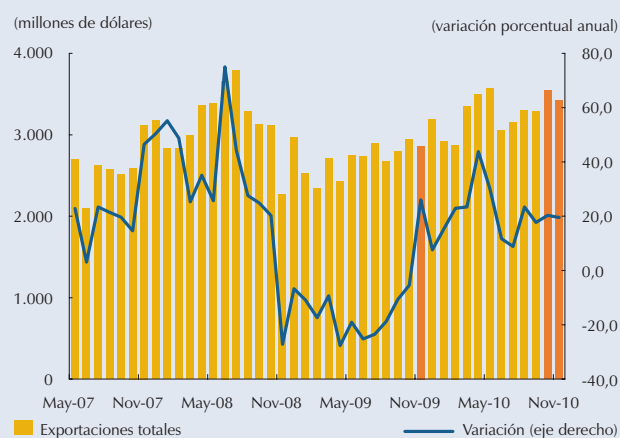
En el tercer trimestre el déficit comercial medido en pesos constantes se amplió, contribuyendo negativamente al crecimiento. Las importaciones crecieron a una tasa alta, ubicándose por primera vez por encima del máximo nivel observado antes de que comenzaran a sentirse los efectos de la crisis reciente. Este comportamiento fue producto de la dinámica que registraron las importaciones de bienes de consumo, particularmente las de bienes durables, así como por las compras de

materias primas. Las exportaciones, por su parte, mostraron un aumento considerablemente menor, que no fue suficiente para superar el estancamiento en su nivel, el cual ya acumula tres trimestres. Dentro de este agregado, tal como ha sido usual en los meses anteriores, se destacó la dinámica de las ventas de productos tradicionales, mientras que las de no tradicionales continuaron débiles (véase el sombreado siguiente).

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES EN DÓLARES EN OCTUBRE Y NOVIEMBRE DE 2010

En el tercer trimestre de 2010 las exportaciones totales en dólares registraron un valor promedio mensual de US\$3.248 millones (m), monto que aumentó 16,4% con respecto al mismo período del año anterior. En octubre y noviembre dichas exportaciones fueron en promedio de US\$3.483 m, registrando un incremento anual de 19,9% (Gráfico A). Este comportamiento se explica por el mayor valor de las exportaciones de los sectores minero e industrial, las cuales aumentaron 31,1% y 10,7%, respectivamente. Por su parte, el volumen exportado de estos sectores presentó tasas anuales de 13,2% y -2,0%, respectivamente.

Gráfico A
Exportaciones totales
(mensual)

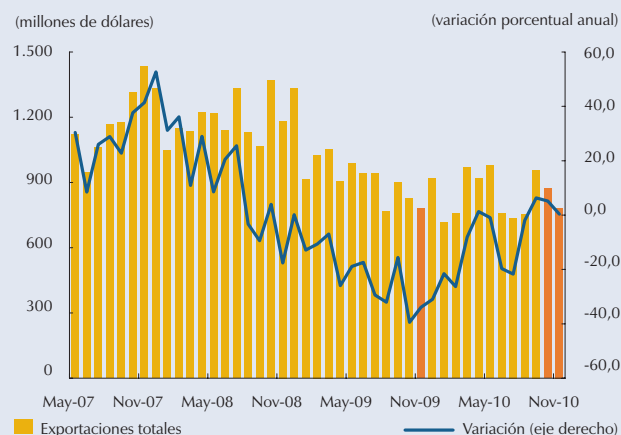


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En cuanto a las exportaciones de los principales productos (café, carbón, ferróníquel, oro, petróleo y derivados), éstas representaron en promedio el 70% del total de las ventas externas de octubre y noviembre de 2010, registrando un aumento de 30% en valor y de 13% en volumen durante

estos meses con respecto a hace un año. Los destinos de estos productos fueron, principalmente, los Estados Unidos, Panamá, Antillas Holandesas, y Chile. Al descontar de las exportaciones del sector industrial los principales productos (café, derivados del petróleo, ferróníquel y oro) se observó un crecimiento del valor exportado de 2,8% durante lo corrido del cuarto trimestre a noviembre frente al observado en el mismo período de 2009 (Gráfico B). Por destinos, en octubre y noviembre las ventas a Venezuela de los productos de dicho subsector se contrajeron 47% anual, mientras que a los Estados Unidos y al resto de países (sin los Estados Unidos ni Venezuela) aumentaron 15,7% en términos anuales (Gráfico C). Cabe destacar que en el caso de dichas ventas a Ecuador el aumento en términos anuales fue de 29,0%, a los países de la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi), sin Venezuela, de 29,2% y a Asia de 12,6%. Estos tres

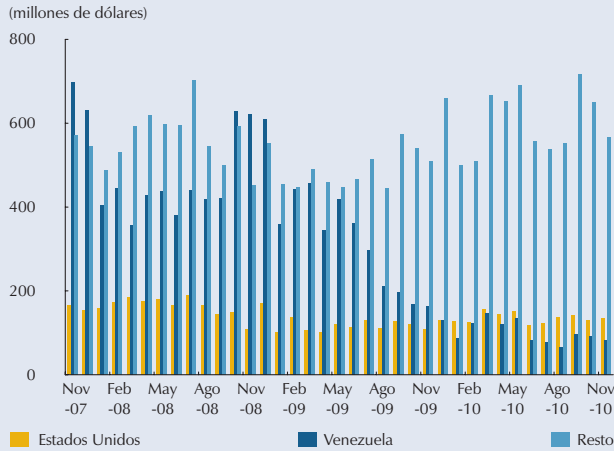
Gráfico B
Exportaciones industriales sin principales productos
(mensual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

destinos sumados representan en promedio el 57% de las exportaciones industriales sin principales productos.

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

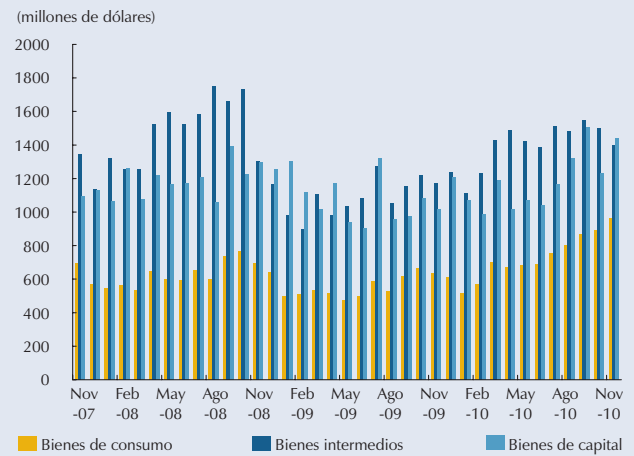


a/ No considera café, derivados del petróleo, ferróniquel ni oro.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Con respecto a las importaciones totales (CIF), éstas fueron en promedio US\$3.659 m durante el tercer trimestre de 2010, con un aumento de 29,6% anual. Durante octubre y noviembre dichas compras alcanzaron en promedio los US\$3.713 m,

valor superior en 28,2% al registrado durante el mismo período del año anterior. Este incremento se debió principalmente a las mayores compras de bienes de consumo, las cuales crecieron 42,8% en particular por bienes duraderos, así como al crecimiento de 27,1% de las importaciones de bienes de capital (específicamente bienes para la industria) y de 21,2% en las compras de bienes intermedios, en especial las dirigidas a la industria (Gráfico D).

Gráfico D
Importaciones de bienes (CIF)



Fuente: DANE.

Las ramas más dinámicas fueron comercio, servicios financieros y minería.

Por el lado de la oferta, las ramas de actividad que más contribuyeron al crecimiento anual del PIB fueron, en su orden, el comercio, restaurantes y hoteles, los servicios financieros, de seguros y de inmuebles, y la minería (Cuadro 3). En el primer caso, la dinámica estuvo asociada principalmente con el comercio minorista, lo que en parte refleja el dinamismo del consumo de los hogares. Por el lado de los servicios financieros, a pesar de que el sector se expandió a una tasa moderada, su contribución al crecimiento anual fue importante debido a su gran participación en el total.

En la minería el desempeño continuó siendo explicado por el continuo aumento de la producción petrolera, que siguió respondiendo a las importantes inversiones efectuadas en los últimos años. Aunque en el tercer trimestre la tasa de crecimiento anual del sector se mantuvo elevada (por encima de 10%), se registró una desaceleración importante frente a los trimestres anteriores, debida a una disminución de la producción de carbón y de otros minerales, a causa de la fuerte temporada de lluvias. Este hecho, que no se había contemplado en las proyecciones anteriores, contribuyó a acentuar el error de pronóstico.

Las únicas ramas que afectaron negativamente el crecimiento fueron la construcción y la agropecuaria (Cuadro 3). En lo que respecta a la construcción, aparte

Cuadro 3
Crecimiento del PIB por ramas de actividad económica

Rama de actividad	2009 Año completo	Crecimientos anuales (porcentaje)			Contribución en pp al crecimiento anual del III trim. de 2010
		I trim.	II trim.	III trim.	
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	(0,4)	(2,2)	0,6	(0,9)	(0,1)
Explotación de minas y canteras	9,6	13,2	14,7	10,3	0,7
Industria manufacturera	(5,9)	4,5	8,2	3,4	0,4
Electricidad, gas y agua	1,4	5,7	3,0	0,0	0,0
Construcción	14,6	15,4	(5,0)	(10,5)	(0,7)
Edificaciones	(3,8)	2,3	(14,2)	(5,1)	(0,2)
Obras civiles	38,9	36,7	5,7	(15,2)	(0,6)
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	(2,3)	4,1	4,8	7,0	0,8
Transporte, almacenamiento y comunicación	0,0	2,5	4,2	7,6	0,6
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	3,1	1,9	3,1	3,3	0,7
Servicios sociales, comunales y personales	1,3	5,5	3,9	3,1	0,5
Subtotal valor agregado	1,3	4,6	4,3	3,1	2,8
Impuestos menos subsidios	(3,1)	3,6	6,5	8,4	0,7
PIB	0,8	4,5	4,4	3,6	3,6

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

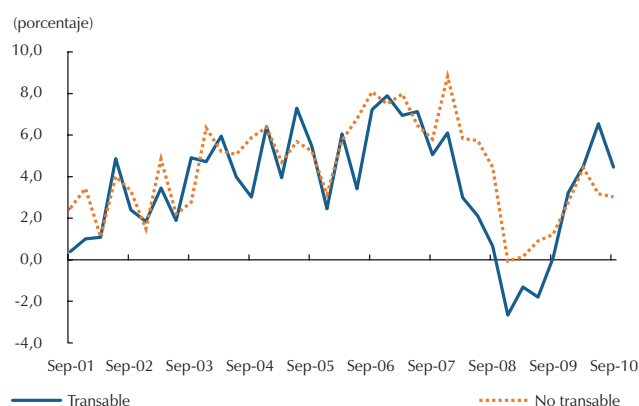
del mencionado retroceso de las obras civiles, se observó una nueva contracción anual de la construcción de edificaciones, que contrasta con un mejor desempeño de los indicadores de actividad económica asociados con el sector (v. g. cartera hipotecaria, producción de cemento, entre otros). Este hecho obedece a varios factores. En primer lugar, a que un número importante de proyectos se encontraban en su fase de excavación y cimentación (con crecimientos anuales de 54% para residencial y de 6,5% para no residencial). En tal etapa usualmente se demanda más cemento, pero tiene una incidencia tres veces menor en la creación de valor agregado, comparada con la de un capítulo constructivo posterior, como acabados. De hecho, aquél se contrajo anualmente, sobre todo en el segmento residencial (-4,9%). En segundo lugar, la construcción de vivienda fue dinamizada de manera importante por la de interés social, la cual genera, en términos relativos, un menor valor agregado. Y en tercer lugar, no sobra descartar el efecto que el inicio de las lluvias pudo haber tenido en la actividad del sector, sin que ello necesariamente haya afectado los pedidos de cemento o el crédito hipotecario.

En cuanto al PIB de agricultura, ganadería y pesca, su caída anual obedeció principalmente a la contracción registrada por las actividades agrícolas sin café. Entre

ellas se destacan las asociadas con cultivos transitorios como los de cereales, tabaco, legumbres y tubérculos, los cuales también pudieron estar afectados por el comienzo de las fuertes lluvias, sobre todo al finalizar el trimestre. Por su parte, aunque la producción de café creció 9% en términos anuales, su nivel se contrajo frente al trimestre anterior, hecho que no estaba contemplado en las estimaciones anteriores y que, al igual que como pasó con el carbón, acentuó el error de pronóstico.

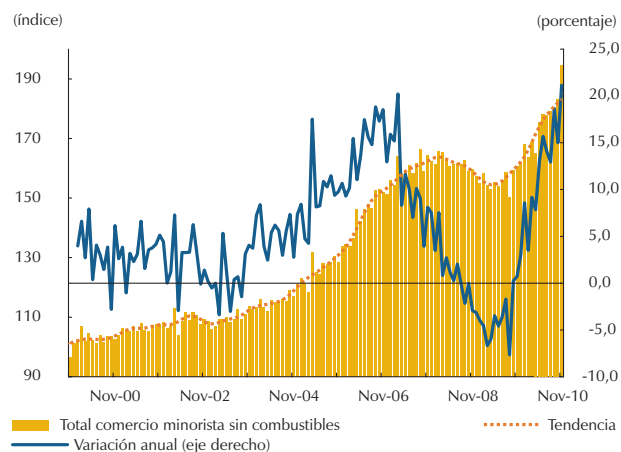
Así las cosas, en el tercer trimestre de 2010 el PIB de los sectores transables moderó su ritmo de crecimiento anual debido al desempeño de la agricultura, minería e industria, como se mencionó. Sin embargo, este agregado sigue aumentando a un ritmo superior que el PIB de los sectores no transables, principalmente por la alta tasa que conservó la minería. El PIB no transable sigue dinamizado por la expansión del comercio y los servicios, a pesar del pobre desempeño de la construcción (Gráfico 9).

Gráfico 9
PIB de los sectores transable y no transable
(crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 10
Muestra mensual de comercio al por menor
(serie desestacionalizada)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

b. El PIB del cuarto trimestre y de todo 2010

La información disponible de los indicadores de actividad económica apunta a que el ritmo de crecimiento en el cuarto trimestre de 2010 probablemente fue similar al registrado en el trimestre anterior. En este sentido, la expansión en dicho período estuvo impulsada principalmente por la demanda interna, mientras que la externa contribuyó negativamente, aunque en esta oportunidad a una tasa menor que la del trimestre pasado. No obstante, se espera que algunos sectores se hayan visto afectados en distinta medida por la fuerte temporada de lluvias, hecho que pudo implicar un golpe al crecimiento y llevó a reducir los pronósticos (véase el sombreado de la página siguiente).

El comportamiento de las ventas minoristas apunta a una buena dinámica del consumo de los hogares. De acuerdo con la Muestra mensual del comercio al por menor del DANE, en octubre y noviembre de 2010 las ventas crecieron en promedio 18,2% con respecto a igual período de 2009 (Gráfico 10). En estos dos meses se destacó la expansión de las ventas de vehículos (66,6%), así como la de otros bienes durables, entre ellos muebles para el hogar (25,4%) y para oficina (46,1%). Cuando se excluyen automóviles, las ventas aumentaron 9,7% en estos dos meses, tasa que puede considerarse alta. En el caso de alimentos, la expansión fue de 4,7%, dos veces superior a la que se observó en los primeros tres trimestres de 2010.

IMPACTO DE LAS LLUVIAS EN EL CRECIMIENTO DEL PIB EN 2010

Se estimó el impacto que pudieron ocasionar las lluvias en la producción de cada una de las ramas de actividad, para cuantificar el efecto total de la ola invernal sobre el crecimiento de la economía en el cuarto trimestre de 2010. En dicho ejercicio sólo los sectores de servicios no se vieron afectados, mientras que para los demás se estimaron impactos de distinta magnitud.

Las ramas de actividad más golpeadas en su producción serían la agricultura, la ganadería y la minería. En el caso del PIB agropecuario, tanto por la cantidad de hectáreas afectadas dedicadas a la producción de alimentos y a la ganadería (que según del Ministerio de Agricultura ascendió a 1.394.000), como por el número de animales muertos: más de 370.000 entre bovinos y aves ponedoras y de engorde (según cálculos de la misma fuente). En la minería, por la caída de la producción de carbón, en particular en los cam-

pos a cielo abierto, y por el retroceso de la producción de minerales no metálicos, como las sales.

Otros sectores que habrían sentido impactos más moderados serían el comercio, restaurantes y hoteles, dado el descenso de la ocupación hotelera; los de servicios de transporte y de telecomunicaciones, sobre todo por el efecto en el transporte de carga terrestre, y la construcción, por los retrasos en la ejecución de las obras. Por último, las ramas en donde el impacto habría sido menor serían la electricidad, gas y agua, por la menor demanda de gas por parte de las termoeléctricas, y la industria, por cuenta del descenso de la producción de alimentos, especialmente del azúcar. En total, reuniendo los impactos sectoriales, se estima que el crecimiento anual podría haberse reducido en cerca de 1 pp por cuenta únicamente del efecto de las lluvias.

Gráfico 11
Indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo



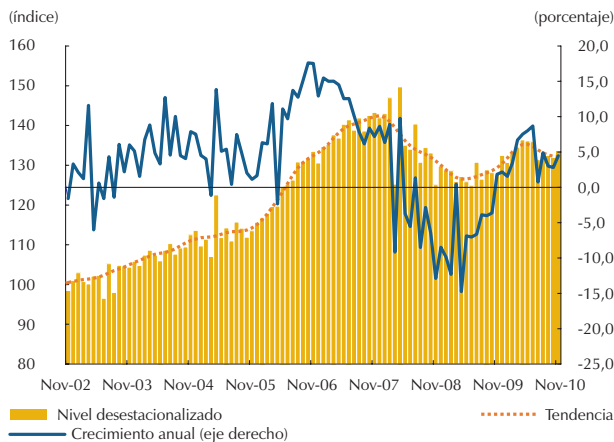
Fuente: Fedesarrollo.

Sin embargo, el comportamiento de las ventas contrastó con lo observado en la confianza de los consumidores. La Encuesta de opinión del consumidor de Fedesarrollo reportó un descenso persistente en este indicador entre septiembre y diciembre, luego del pico alcanzado en agosto (Gráfico 11). La caída en la confianza de los hogares se explicó principalmente por una disminución en las expectativas de los agentes para el corto y mediano plazos, y en menor medida por una menos favorable percepción sobre las condiciones económicas imperantes al momento de aplicarse la encuesta. Cabe anotar, sin embargo, que a pesar de la disminución en la confianza, su nivel continúa siendo relativamente alto y similar al observado en promedio

en los años 2006-2007, cuando el consumo de los hogares creció a tasas cercanas al 7% en términos anuales.

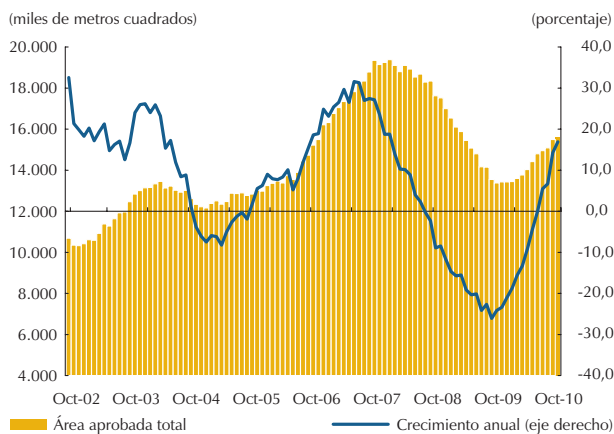
En cuanto a las ramas de actividad económica, los indicadores mostraron comportamientos mixtos. Por el lado de la industria, la Muestra mensual manufacturera del DANE señaló que la producción en el bimestre octubre-noviembre creció en promedio 3,6% en términos anuales (Gráfico 12), una cifra levemente superior al promedio del tercer trimestre (2,9%). No obstante, a pesar de estas tasas positivas,

Gráfico 12
Índice de producción industrial sin trilla de café
(serie desestacionalizada, componente tendencial y crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 13
Área aprobada total según licencias de construcción
(acumulado doce meses)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

cuando se depura el índice de producción se aprecia que éste se mantuvo estancado durante todo el segundo semestre, mostrando incluso caídas moderadas en algunos meses. Este bajo dinamismo quizá refleja la dificultad de los industriales para consolidar un proceso de sustitución del mercado venezolano luego del colapso en el comercio binacional. Lo anterior se hace evidente al notar que la producción industrial sigue jalonada únicamente por el impulso de las ventas al mercado interno, que en lo corrido del año a noviembre habrían aumentado alrededor de 5%, mientras que las externas caían a una tasa cercana a 1%, tendencia que no se ha modificado recientemente.

De manera similar, en la construcción los indicadores de actividad asociados siguen mostrando una tendencia positiva. Por ejemplo, el área aprobada según licencias de construcción creció en octubre a una tasa anual de 12% (Gráfico 13), aunque impulsada principalmente por el segmento de vivienda de interés social. Por su lado, la producción de cemento en el bimestre octubre-noviembre se expandió 6,3% anualmente y sus niveles muestran una lenta recuperación, la cual ha sido producto sólo del impulso dado por la demanda interna, ya que sus exportaciones permanecen estancadas. Así, en el cuarto trimestre cabe esperar alguna aceleración en la construcción de edificaciones, aunque todavía limitada por el efecto de las lluvias y porque la mayor parte de las obras se están iniciando o se encuentran en fases tempranas de ejecución.

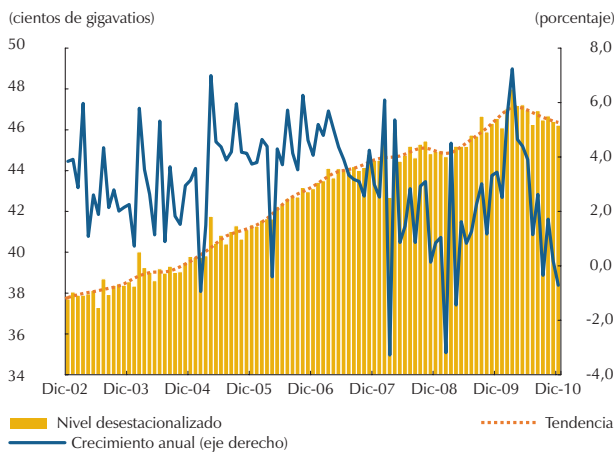
Por el contrario, la demanda total de energía eléctrica, un indicador asociado con el comportamiento de la actividad económica agregada en las aéreas urbanas, por segundo trimestre consecutivo sufrió una desaceleración

en su ritmo de crecimiento anual. En el cuarto trimestre sólo creció 0,4% en términos anuales, la menor tasa desde mediados de 2009, y su nivel volvió a retroceder frente a lo observado meses atrás (Gráfico 14). Este comportamiento fue más marcado para el componente regulado, que se destina mayoritariamente al consumo de los hogares.

Con base en éstos y otros indicadores se llevó a cabo un nuevo ejercicio de pronóstico para el cuarto trimestre, que incorporó, además, distintos choques negativos en la producción de varias ramas de actividad por cuenta de las fuertes lluvias que azotaron el país en dicho período (véase sombreado de la página 27). El ejercicio de pronóstico exhibe los siguientes resultados.

Los pronósticos sugieren que en el cuarto trimestre la mayor contribución al crecimiento del PIB por tipo de gasto siguió proviniendo del consumo de los

Gráfico 14
Demanda de energía total^{a/}
(serie desestacionalizada y crecimiento anual)



a/ No incluye exportaciones de energía.

Fuente: XM. Compañía de Expertos en Mercados; cálculos del Banco de la República.

hogares. Este agregado debió acelerarse al finalizar el año, creciendo en todo 2010 a una tasa levemente superior al promedio observado desde el año 2000. El gasto de los hogares habría mejorado en todos sus componentes, destacándose la expansión del gasto en bienes durables.

Con respecto al consumo del Gobierno, en el cuarto trimestre se espera un quiebre en la tendencia a la desaceleración de su crecimiento anual. Así, se prevé una expansión cercana al 5% para todo el año en este tipo de gasto.

La recuperación de la inversión en capital fijo, por su parte, habría continuado a paso lento. En el cuarto trimestre este tipo de gasto habría mostrado un bajo aumento, si se compara con su promedio histórico (alrededor de 10%), pero algo mayor al registrado en

los tres meses anteriores. Esto supone un estancamiento de los gastos destinados a obras civiles.

El pobre desempeño de la inversión en infraestructura habría sido paliado, en parte, por la inversión destinada a la industria. Todo indica que este gasto, que consiste en activos empleados para la producción de bienes y servicios, tuvo un comportamiento sobresaliente impulsado por la adquisición de maquinaria y equipo de transporte. Es importante destacar que las compras de los activos mencionados habrían presentado un significativo componente importado, pero además estuvieron acompañadas de un crecimiento en la producción nacional de este tipo de bienes.

Con respecto a las exportaciones, en el cuarto trimestre éstas deberían mostrar un mayor crecimiento anual, debido a una base de comparación baja. Sin embargo, frente a los trimestres anteriores de 2010, la expansión es modesta. Este pronóstico supone una aceleración de las ventas de café y de algunos productos básicos de origen minero. Con relación a las importaciones, en el cuarto trimestre su tasa de crecimiento habría registrado una importante desaceleración frente al período julio-septiembre, lo que sin embargo, dejaría su nivel en un máximo histórico. De todas maneras, el incremento de las exportaciones es superado ampliamente por el de las importaciones, de tal forma que para el cuarto trimestre, así como para el año completo, se habría registrado una profundización del déficit en la balanza comercial medido en pesos constantes.

Cabe señalar que el comercio exterior también se habría visto afectado por la ola invernal de finales del año pasado. En particular, el mayor impacto habría estado asociado con cierres viales de arterias que conectan los puertos con los principales centros de producción y distribución en el centro del país y por la inundación de la zona franca del Pacífico.

Se espera que el PIB en 2010 haya crecido entre 3,7% y 4,1%.

En el cuarto trimestre la dinámica de la economía y en particular de componentes como el consumo de los hogares, habría estado soportada por varios factores que influyeron en el aumento de la confianza de los empresarios y consumidores. Entre ellos vale la pena destacar: i) el fuerte impulso brindado por la política monetaria, que se reflejó en tasas de interés históricamente bajas, con efectos positivos sobre el ingreso disponible al disminuir la carga financiera de los hogares; ii) una tasa de inflación que terminó el año dentro del rango meta, impidiendo un deterioro del ingreso real; iii) una adecuada disponibilidad de crédito para consumo; iv) un nivel relativamente bajo de endeudamiento de los hogares¹, y v) el crecimiento del empleo formal, en particular para los más educados.

Así las cosas, el pronóstico más reciente, que tiene en cuenta el impacto previsto de la ola invernal, indica que en el cuarto trimestre la economía colombiana habría crecido a una tasa anual entre 2,3% y 4,3%. De acuerdo con esta estimación, y suponiendo que las revisiones en los crecimientos de los tres primeros trimestres del año no sean significativas, el crecimiento del PIB en todo 2010 se habría ubicado entre 3,7% y 4,1%. Esto es, su dinámica en 2010 habría presentando un repunte frente al pobre desempeño observado en 2009 por cuenta de la crisis internacional (0,8%).

2. Costos salariales y mercado laboral

La información del mercado laboral para el cuarto trimestre indica que aún persisten algunas condiciones precarias, especialmente en cuanto a la calidad del empleo. Se ha observado una recuperación concentrada en el empleo informal y en el no asalariado. Esto implica una baja estabilidad laboral y bajos ingresos para una buena proporción de los trabajadores, por lo que algunos agentes secundarios continuarían entrando al mercado. Sin embargo, el empleo formal con educación superior, que cuenta con altos ingresos, ha tenido un buen desempeño; ello podría estar contribuyendo a la recuperación del consumo interno. Adicionalmente, a pesar de una expansión de la oferta de trabajo, el aumento de la ocupación ha llevado a una disminución reciente de la tasa de desempleo (TD). Por ello, aunque ésta se ubica aún en niveles altos, de continuar la tendencia se observarían reducciones adicionales en la TD, que podrían eventualmente reflejarse en una aceleración de los salarios durante 2011.

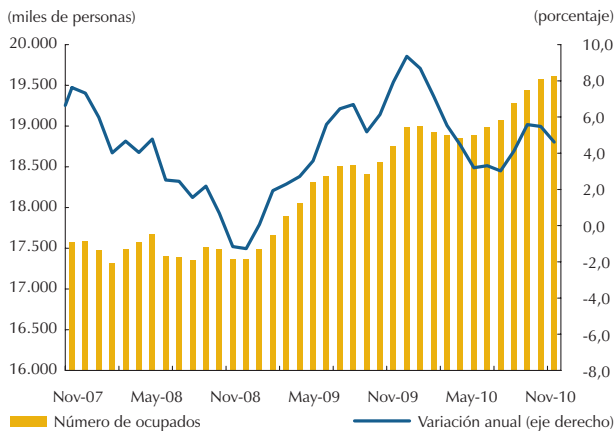
Según la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH), en el trimestre móvil terminado en noviembre el empleo total continuó mostrando la dinámica de trimestres anteriores, y creció en términos anuales a una tasa de 4,6% en el total nacional y 5,5% en las trece áreas metropolitanas. Además, a pesar de desacelerarse durante octubre y noviembre, las series desestacionalizadas muestran que el número de ocupados se ubica en niveles históricamente altos, y la creación de empleo ha sido especialmente fuerte en las zonas urbanas (Gráfico 15).

Aunque la tasa de desempleo es aún alta, en 2011 se esperan reducciones.

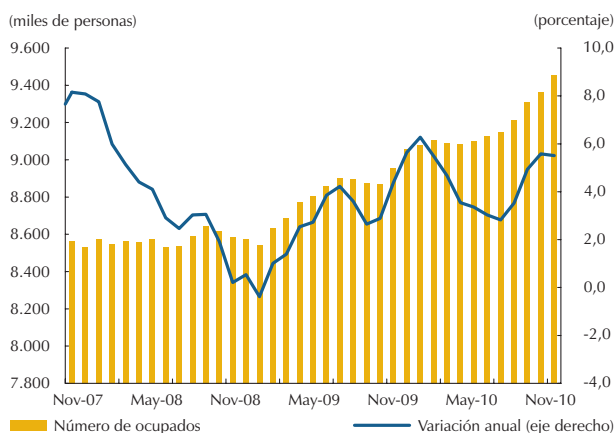
¹ Véase el *Reporte de Estabilidad Financiera* de septiembre de 2010.

Gráfico 15

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

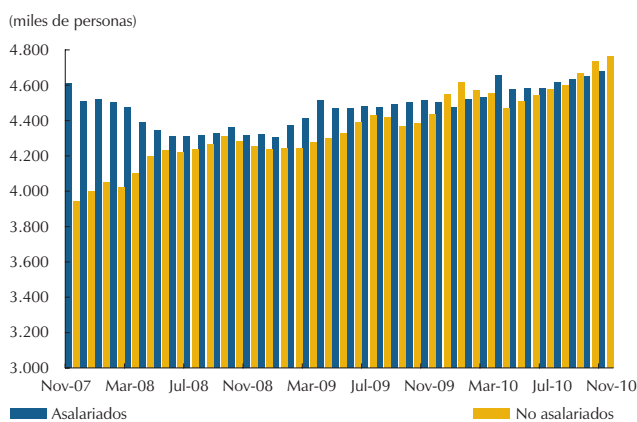


B. Ocupados en las 13 áreas metropolitanas (trimestre móvil desestacionalizado)



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

Gráfico 16
Ocupados por tipo de empleo (13 áreas, trimestre móvil desestacionalizado)

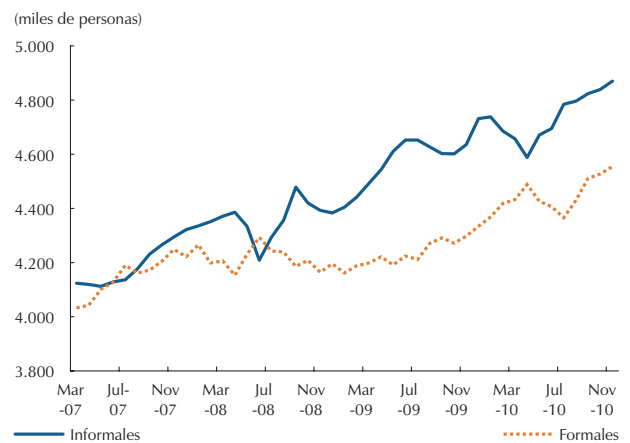


Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

No obstante, buena parte de la expansión del empleo se debe a la creación de trabajos no asalariados, los cuales crecieron a una tasa anual de 7,3% en el trimestre móvil terminado en noviembre. Por su parte, el empleo asalariado aumentó a una tasa anual de 3,7%, un ritmo que, aunque no es despreciable, resulta menor que el de otros períodos de auge (Gráfico 16). Lo anterior sugiere una actividad económica que no ha impulsado de manera importante la demanda de empleo de alta calidad; además, y que la incidencia del subempleo sigue siendo alta, pues en noviembre éste se ubicó en tasas por encima de su promedio histórico.

El comportamiento del trabajo no asalariado se refleja en el crecimiento del trabajo informal², que ha superado al formal a pesar de la buena dinámica que éste mostró en la segunda mitad del año (Gráfico 17). Al desagregar aquella medida, se observa que el incremento ha estado explicado exclusivamente por los trabajadores formales con educación superior, mientras que los de escasa formación se han estancado en los niveles de principios de 2009 (Gráfico 18). La fortaleza del empleo formal para los calificados estaría implicando un buen dinamismo en sus ingresos, lo

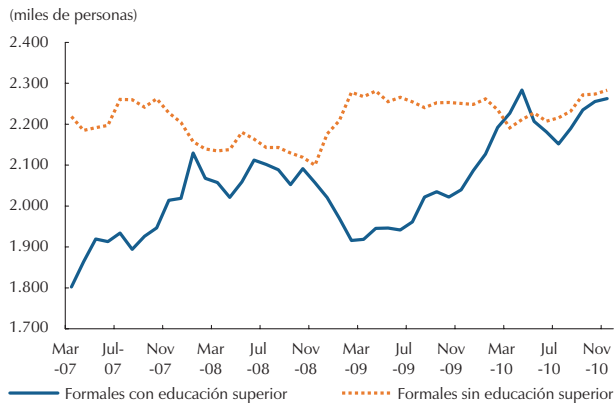
Gráfico 17
Ocupados formales e informales (13 áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

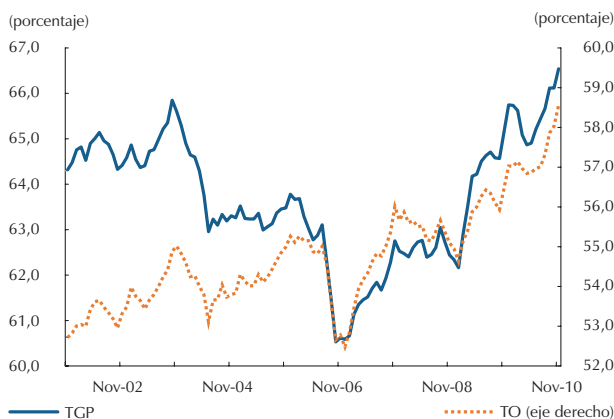
2 Informalidad, se define según el DANE, como el conjunto de empleados y patronos en empresas de menos de cinco trabajadores, así como los cuenta propia e independientes sin educación profesional, los empleados domésticos y los trabajadores sin remuneración.

Gráfico 18
Ocupados formales e informales por calificación
(13 áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



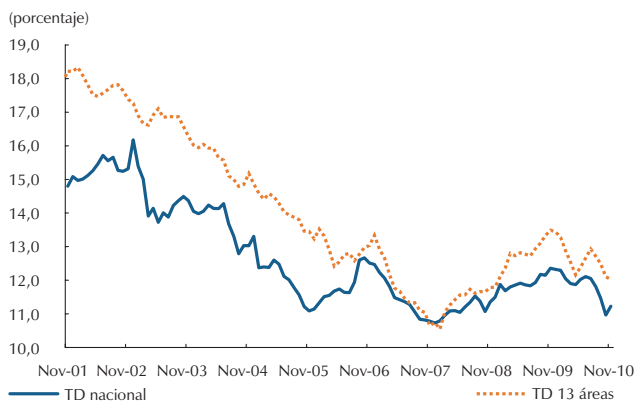
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 19
Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

Gráfico 20
Tasa de desempleo (TD)
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

que en parte podría estar detrás de la recuperación del consumo interno.

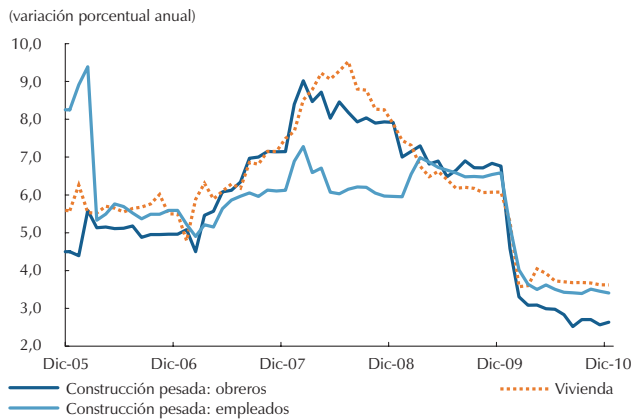
La falta de demanda por trabajos de calidad para los no calificados puede estar conduciendo a que hogares de ingresos bajos mantengan empleos informales o no asalariados, caracterizados por ser inestables y de precario ingreso, por lo que seguirían sumando agentes al mercado laboral. Ello se refleja en la continua expansión de la oferta laboral, medida con la tasa global de participación (TGP), la cual en el cuarto trimestre se ubicó en su valor más alto desde que existen registros (Gráfico 19).

Acompañando el incremento en la oferta laboral, la tasa de ocupación también se expandió, e incluso lo hizo más fuertemente (Gráfico 19). El resultado de una demanda laboral que creció de manera más rápida que la oferta fue una TD que se redujo en términos anuales en el cuarto trimestre, ubicándose para el promedio de septiembre a noviembre en 10,5% para el total nacional y en 11,1% para las trece áreas urbanas. Adicionalmente, al corregir por estacionalidad, se observa que el desempleo tuvo una tendencia decreciente en los últimos meses de 2010 (Gráfico 20). Las estimaciones econométricas del Banco de la República indican que estos valores se encuentran aún por encima de la TD coherente con una inflación estable (denominada *non-accelerating inflation rate of unemployment*, o Nairu), pero sugieren que de continuar la senda de recuperación, la diferencia entre las dos se estaría cerrando a finales de 2011.

Ahora bien, debido a que el mercado laboral continuó holgado en el cuarto trimestre, las presiones sobre los salarios fueron reducidas, hecho que también fue posible gracias a unas expectativas de inflación que siguieron controladas. Todo ello permitió incrementos en los salarios para los últimos meses de 2010, que fueron compatibles con las metas de inflación de largo plazo.

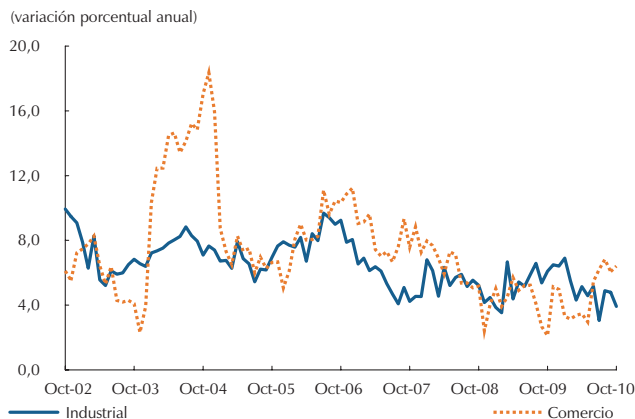
En efecto, en diciembre el ritmo anual de ajuste de los salarios nominales en la construcción se ubicó entre 2,6% y 3,6%, frente a un rango de 2,7% y 3,7% en el tercer trimestre (Gráfico 21). De igual manera, el ajuste en la industria se realizó en octubre a un ritmo de 3,9% anual, frente a 4,2% en promedio para el tercer trimestre. Sólo en el caso del comercio se observaron ajustes salariales por encima del rango meta de inflación, ya

Gráfico 21
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, vigilante, mecánico y laboratorista.
Fuente: DANE (ICCP e ICCV).

Gráfico 22
Índice de salarios sectoriales nominales: industria y comercio



Fuente: DANE (MMM y MMCM).

que el salario nominal de esta rama creció un 6,4% en octubre (Gráfico 22).

Los comportamientos dispares entre el comercio y la industria están explicados por la naturaleza de la recuperación en ambos sectores. En el comercio, sector que ha visto incrementada de manera importante su actividad real, la demanda por empleo se fortaleció, como lo evidencia la información de la Muestra mensual de comercio al por menor. Por su parte, en la industria la recuperación de la actividad económica ha sido débil, por lo que la demanda de empleo se estancó hasta octubre, como lo indica la Muestra mensual manufacturera.

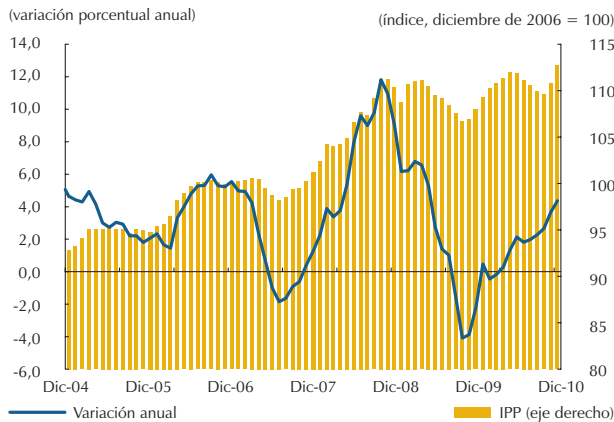
Para los próximos trimestres existen algunos factores que pueden impulsar al alza los ajustes salariales. Por un lado, se espera un crecimiento de la demanda de trabajo y una recuperación del trabajo asalariado que acompañen el fortalecimiento de la actividad económica (el cual se discute en el tercer capítulo de este informe). La experiencia de finales de 2010 para el comercio y la industria sugiere que el desempeño del empleo asalariado a principios de 2011 será fundamental para anticipar posibles presiones salariales. Adicionalmente, cabe esperar que una mejoría de los ingresos y de la calidad y estabilidad del empleo lleve a una reducción en el ritmo de aumento de la oferta laboral, después de que ésta se ha expandido por más de quince trimestres consecutivos. Así las cosas, las estimaciones del Banco indican que es posible que a finales de 2011 la TD alcance su nivel natural (Nairu).

Todo lo anterior aumenta la probabilidad de que se presenten algunas presiones salariales en el mercado laboral, aunque éstas no deberían materializarse antes de la segunda mitad del año. No obstante, la información disponible y un incremento del salario mínimo (4% anual para 2011) dentro del rango meta de inflación sugieren que los ajustes salariales no pondrán en riesgo el cumplimiento de la misma.

3. Otros costos

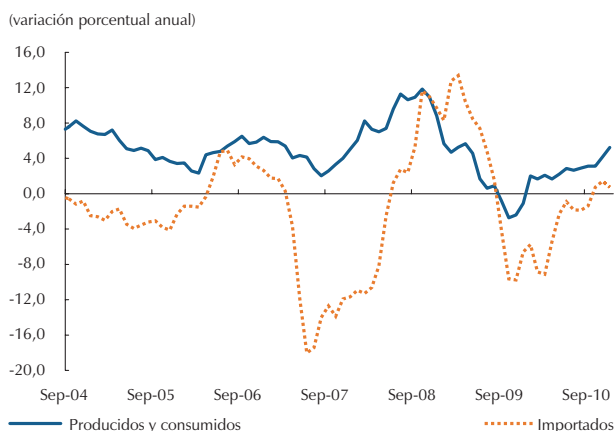
En el cuarto trimestre se presentaron presiones sobre los costos que no habían sido anticipadas en informes anteriores. Las variaciones anuales de los precios al productor y de los costos no salariales se incrementaron de manera significativa, tanto en los bienes nacionales como importados. Como resultado, la inflación anual, medida por el índice de precios del productor (IPP), se aceleró de 2,3% en septiembre a 4,4% en diciembre (Gráfico 23). El nivel de los precios aumentó en los

Gráfico 23
IPP total



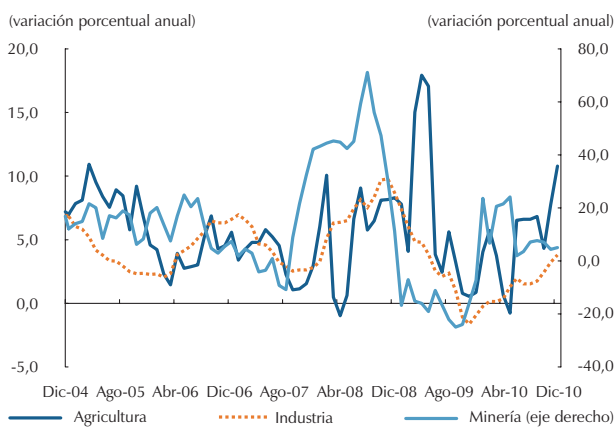
Fuente: DANE.

Gráfico 24
IPP por procedencia



Fuente: DANE.

Gráfico 25
IPP de producidos y consumidos por ramas de actividad económica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

dos últimos meses del año después de caídas en los dos trimestres anteriores; además en diciembre el incremento fue importante (con una inflación mensual de 1,6%) y el más alto para dicho mes desde 1998.

Al descomponer por procedencia, tanto los precios de bienes de producción nacional como los de importados se aceleraron en términos anuales; sin embargo, fueron los primeros los que más contribuyeron al incremento del IPP. Estas tendencias llevaron a que el componente nacional llegara a una variación anual de 5,2% en diciembre frente a 3,1% en septiembre. Por su parte, el componente importado registró una tasa de 0,7% frente a -1,4% anual en septiembre, haciendo que en el cuarto trimestre se presentara la primera variación anual positiva desde agosto de 2009 (Gráfico 24). La información disponible parece indicar que este incremento está, en parte, relacionado con la depreciación del tipo de cambio en el trimestre.

En cuanto al IPP de bienes producidos y consumidos, su aceleración estuvo asociada con los sectores agropecuario e industrial, los cuales pasaron de crecer a una tasa anual de 6,8% y 1,8% en septiembre a una de 10,8% y 3,8% en diciembre, respectivamente. El sector minero, en cambio, sufrió una ligera desaceleración (Gráfico 25).

Un análisis más detallado de los bienes de producción nacional (agrícolas e industriales) que explicaron los incrementos del cuarto trimestre indica que la aceleración se dio principalmente por alimentos percederos y por combustibles (Cuadro 4). Algunos precios de alimentos —como es el caso de frutas, carne y legumbres— pudieron ser afectados por el fuerte invierno de finales de 2010. Sin embargo, los datos indican que precios de bienes comercializables de producción interna, como arroz, trigo, maíz, aceites, azúcar y gasolina, pueden estar siendo presionados por las cotizaciones internacionales.

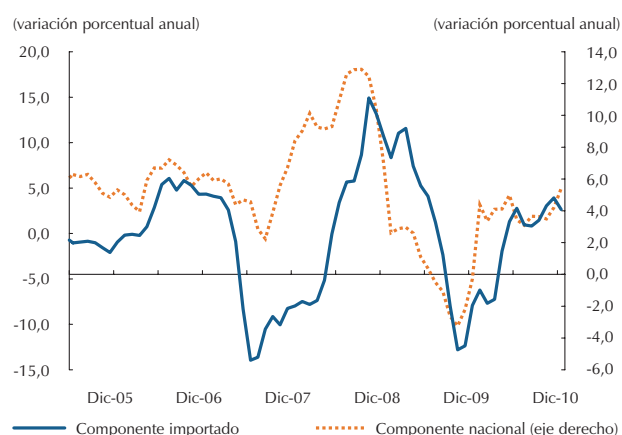
Finalmente, a partir del IPP y de otras fuentes de información como las muestras mensuales del DANE, se estimaron los índices de costos no laborales ponderados con la matriz de contabilidad social. En el cuarto trimestre los resultados reflejan tendencias similares a las del IPP, y el componente nacional se

Cuadro 4
Índice de precios del productor (IPP)
(descomposición por subclases)

	Inflación anual		Contribución a la aceleración	Participación en la aceleración IV trim.
	Sep-10	Dic-10		
IPP total	2,3	4,4	2,1	100,0
Agricultura	7,0	11,4	0,7	34,3
Frutas cítricas frescas o secas	(45,0)	9,7	0,2	9,6
Ganado bovino en pie	(8,3)	3,7	0,2	9,0
Otras legumbres frescas o refrigeradas	31,8	45,7	0,1	6,4
Arroz con cáscara	11,4	23,7	0,1	5,3
Otras frutas frescas	2,5	15,9	0,1	4,1
Trigo y morcajo (o tranquillón)	(11,2)	20,7	0,1	3,7
Maíz	(4,3)	7,4	0,1	3,3
Plátanos y bananos frescos	2,5	12,2	0,1	3,1
Café trillado o verde	(0,4)	16,8	0,1	2,6
Industria	0,9	2,8	1,5	70,9
Carne fresca o refrigerada de ganado bovino	(0,5)	9,8	0,2	7,6
Arroz	(2,5)	7,9	0,1	6,0
Harina de trigo	(9,2)	11,6	0,1	5,0
Aceite de palma y palmiste	5,6	36,8	0,1	4,7
Azúcar sin refinar	17,0	29,1	0,1	4,7
Azúcar refinada	21,4	40,5	0,1	3,6
Combustibles tipo diésel	10,2	15,5	0,1	3,2
Aceite refinado	(12,1)	(3,7)	0,1	2,5
Gasolina para automotores	12,8	16,3	0,0	2,2
Minas y canteras	7,4	4,9	(0,1)	(5,1)

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 26
Índices de costos no salariales a partir de matriz de contabilidad social



Fuente: Banco de la República.

aceleró, llegando a una tasa de 5,4% anual en diciembre desde un registro de 3,6% en septiembre, mientras que el importado alcanzó una tasa de 2,6% frente a 1,5% anual, en tales meses (Gráfico 26).

En conclusión, en el cuarto trimestre comenzaron a observarse presiones sobre el IPP y los costos, tanto en el componente nacional como en el importado. El alza se concentró en alimentos y en combustibles, y un factor importante del alza en los costos podría estar explicado por el efecto del invierno. No obstante, la información disponible apunta a que ha empezado a darse una transmisión de los altos precios internacionales directamente a los bienes de producción nacional.

Hacia el final del año se observó un mayor uso de capacidad productiva que el que se había previsto inicialmente.

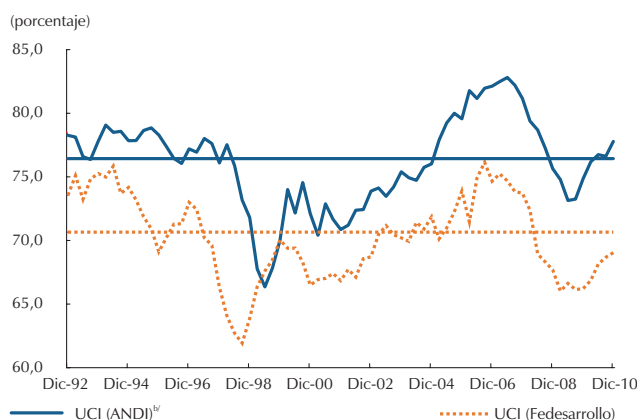
Así, a pesar de que alguna parte de las presiones sobre los costos podrían desaparecer a lo largo de 2011 debido a su carácter transitorio, en este informe trimestral se considera que en este año aquéllas se continuarán observando, explicadas principalmente por las cotizaciones de los *commodities* en el exterior. De mantenerse los niveles de aquellos precios, dichas presiones podrían prolongarse por un período mayor.

4. Excesos de capacidad productiva y presiones de demanda

Los excesos de capacidad productiva —entendidos como el balance entre producción y oferta potencial— son uno de los determinantes de las presiones inflacionarias. Durante gran parte de 2010 aquéllos persistieron, aunque fueron reduciéndose paulatinamente y hacia el final del año se observó un mayor uso de la capacidad productiva que el que se había previsto inicialmente. No obstante, las presiones sobre precios provenientes de la demanda continuaron siendo escasas, gracias a lo cual la inflación básica se mantuvo en niveles bajos.

En efecto, durante el cuarto trimestre de 2010 los indicadores de capacidad productiva continuaron su senda creciente. Esto es especialmente evidente para el indicador de utilización de capacidad instalada (UCI) de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI), el cual llegó a 78,6% en octubre de 2010, 3,4 pp superior al mismo mes de 2009 y 2,2 pp por encima del promedio de la serie. Para el indicador de Fedesarrollo, y aunque la tendencia hacia la recuperación continúa, la UCI se encuentra aún por debajo de su promedio histórico (de acuerdo con tal entidad, este indicador llegó a 71,1% en el cuarto trimestre, cifra superior en 3,0 pp al dato del cuarto trimestre de 2009, y 0,02 pp inferior al promedio de la serie desde la década de los noventa). En general, como lo muestra un análisis de las series desestacionalizadas de capacidad instalada para los dos indicadores, es posible que persistan algunos excesos, pero ellos estarían agotándose (Gráfico 27).

Gráfico 27
Utilización de capacidad instalada (UCI)^{a/}



a/ Series desestacionalizadas.

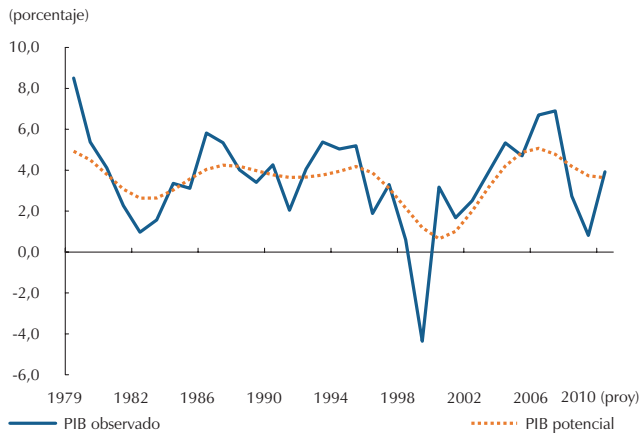
b/ La serie UCI de la ANDI se calcula con base en el promedio aritmético de tres meses. El dato del cuarto trimestre se calcula con información a octubre.

Fuentes: ANDI y Fedesarrollo.

Adicionalmente, las condiciones del mercado laboral llevaron a que el ritmo de disminución de la tasa de desempleo se incrementara en el cuarto trimestre. Los cálculos del Banco indican que aunque hoy en día la TD se encuentra aún por encima de aquella compatible con una inflación estable (Nairu), durante todo 2011 esta situación debería comenzar a cambiar, por ende el mercado laboral cesaría de presentar un exceso de oferta. De esta forma, tanto la reducción de los excesos de capacidad productiva como el posible cierre en la brecha del mercado laboral podrían estar incrementando la probabilidad de que dentro de los próximos trimestres comiencen a gestarse algunas presiones inflacionarias de demanda.

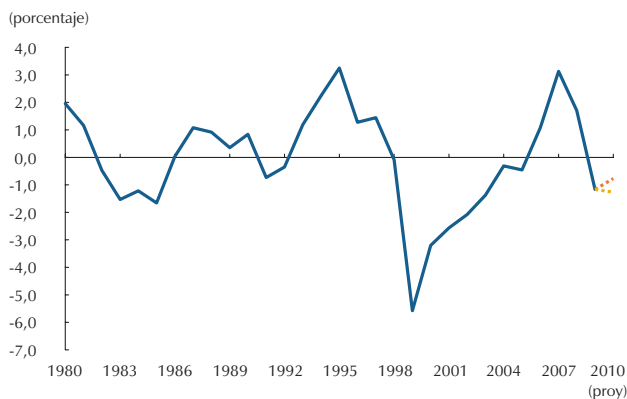
Con respecto al crecimiento del producto potencial, y al igual que en el *Informe* anterior, las estimaciones sugieren que en 2010 éste se situó en un rango entre

Gráfico 28
Crecimiento anual del PIB: observado y potencial
(promedio anual)



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

Gráfico 29
Brecha del producto
(promedio anual)



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

3,5% y 4,0% (Gráfico 28). No obstante, es posible que los choques que sufrió la economía colombiana en la última parte del año, especialmente por el fuerte invierno, incrementen la probabilidad de que el potencial se haya ubicado cerca de la parte baja de dicho rango. Esto se debe principalmente a que, según la información disponible y las estimaciones realizadas por el Banco, la destrucción de infraestructura habría afectado parcialmente la capacidad productiva y la productividad multifactorial en 2010. Dado lo anterior, y teniendo en cuenta la proyección de crecimiento para el año — discutido anteriormente — la brecha del producto se habría ubicado en -0,9% en promedio para 2010, cerrándose ligeramente frente a lo estimado en informes anteriores (Gráfico 29).

Hacia 2011 algunas estimaciones preliminares indican que los choques mencionados podrían tener también un impacto pequeño, pero no despreciable sobre el crecimiento del producto potencial³. De esta manera, y dada la aceleración de la actividad económica que se espera para este año, proveniente de una mayor demanda agregada (como se discute en el tercer capítulo de este informe), los cálculos preliminares del Banco apuntan a que la brecha del producto se cerrará más pronto de lo previsto, posiblemente ubicándose en terreno positivo al final de 2011.

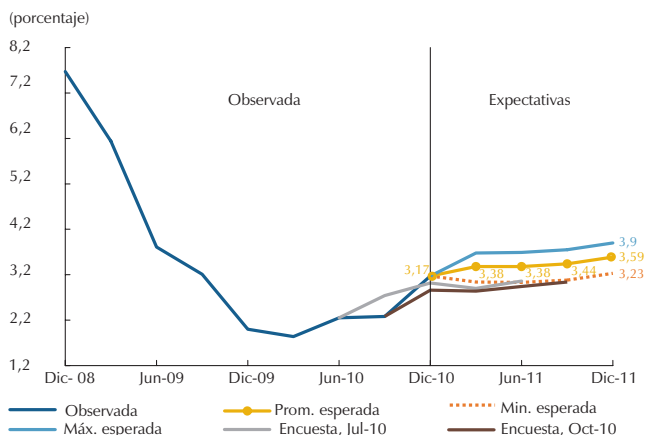
5. Expectativas de inflación

Entre septiembre y diciembre los agentes económicos incrementaron en cierta medida sus expectativas de inflación, aunque, a excepción de algunos casos específicos, sus proyecciones continúan estando ancladas dentro del rango meta de largo plazo definido por la JDDBR (entre 2% y 4%). En general, los diferentes indicadores muestran que se espera una inflación que se acelera a lo largo del año, para ubicarse cerca de 3,6% al finalizar 2011.

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 enero de 2011, la inflación promedio esperada para marzo de 2011 es de 3,4% (frente a 2,9% estimada en la encuesta de octubre de 2010). De igual forma, la inflación prevista

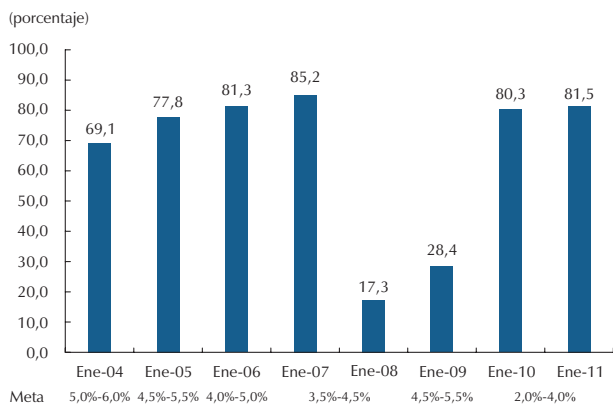
3 Cabe anotar que la naturaleza de este choque sobre el crecimiento potencial sería transitoria, ya que el incremento futuro de la inversión tiende a compensar la pérdida en la capacidad productiva y en el acervo de capital de una forma relativamente rápida.

Gráfico 30
Inflación observada y expectativas de inflación
(a tres, seis, nueve y doce meses)
(inflación anual)



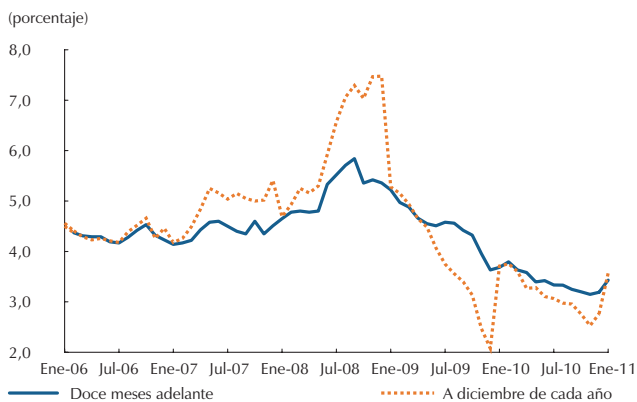
Fuente: Banco de la República

Gráfico 31
Porcentaje de credibilidad en la meta de inflación de 2004 a 2011
(encuesta aplicada en enero de cada año)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 32
Pronóstico de inflación anual, según bancos y comisionistas de bolsa



Fuente: Banco de la República.

para diciembre de 2011 es de 3,6% (Gráfico 30). En la misma encuesta, cerca del 82% de los consultados esperan que la inflación se ubique dentro del rango meta fijado por la JDBR para finales de año, cifra muy similar a la registrada en enero del año anterior (Gráfico 31).

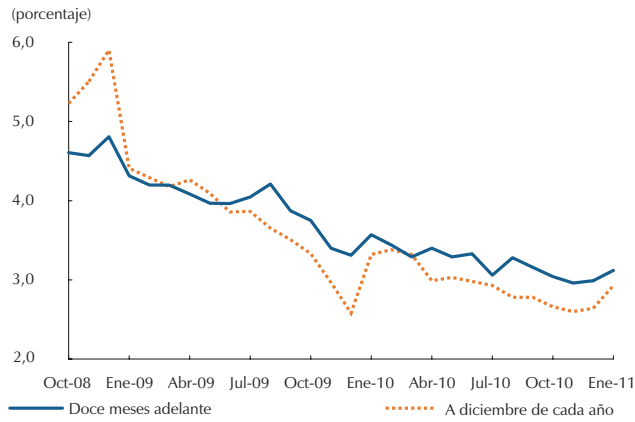
Por su parte, la encuesta mensual de expectativas efectuada a operadores del mercado financiero muestra una inflación total esperada para diciembre de 2011 de 3,6%. Por su parte, las expectativas a doce meses (es decir, a enero de 2012) se incrementaron en 24 pb frente al mes anterior, ubicándose en 3,4% (Gráfico 32).

Para el caso del IPC sin alimentos, en la misma encuesta los operadores del sistema financiero estiman que la inflación se acerque a 2,9% en diciembre de 2011, lo cual implica una leve reducción frente al 3,0% que se preveía para ese mes en la encuesta aplicada en diciembre de 2010. Finalmente, la encuesta muestra unas expectativas de inflación sin alimentos de 3,1% para enero de 2012 (Gráfico 33). De lo anterior se deduce que los analistas proyectan un repunte de la inflación de alimentos durante el año, posiblemente como resultado de los efectos rezagados por el choque de oferta del invierno y por las presiones de precios internacionales.

Finalmente, las expectativas de inflación promedio obtenidas de los TES (con datos preliminares de enero) se ubican en 3,5%, 4,8% y 4,5%, para los títulos a 1, 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 34). Éstas presentaron un incremento importante desde octubre de 2010 y, aunque el indicador a un año muestra un registro compatible con la meta de largo plazo, las expectativas a 5 y 10 años se ubican por encima del rango meta de inflación (de 2% a 4%). 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 UVR, y por la prima de riesgo de inflación. Además, estos indicadores suelen ser más volátiles que los estimados en las encuestas.

En términos generales, el incremento de las expectativas de inflación parece responder a la aceleración

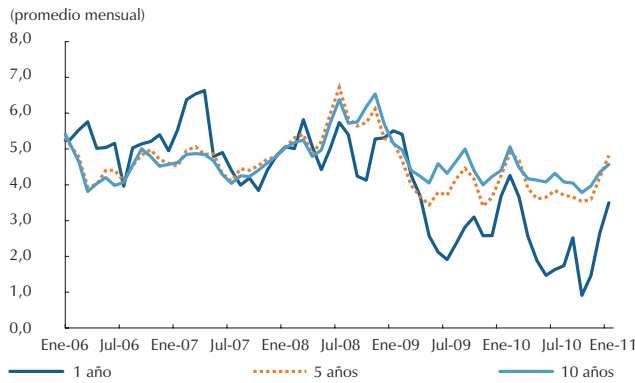
Gráfico 33
 Pronóstico de inflación anual sin alimentos, según bancos y comisionistas de bolsa



Fuente: Banco de la República.

del IPC a finales de 2010. Por ello, y dado que en parte la naturaleza de este repunte podría resultar siendo temporal, es necesario continuar monitoreándolas para determinar cómo reaccionan los agentes ante la nueva información disponible.

Gráfico 34
 Break-even inflation a uno, cinco y diez años^{a/}



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

Recuadro 1 TARIFAS ELÉCTRICAS E INFLACIÓN*

Ignacio Lozano
Hernán Rincón**

1. Introducción

En Colombia las tarifas de la energía eléctrica son reguladas por el Estado. En la provisión del servicio participan cuatro negocios (generación, transmisión, distribución y comercialización), cuyas empresas enfrentan estructuras del mercado que van desde la competencia al oligopolio. Las tarifas se fijan con base en el costo unitario, el cual se ajusta, en cierto grado, con los principales índices de precios de la economía. Esta nota puntualiza la importancia de las tarifas de la energía eléctrica en estos índices, describe los mecanismos para transar la energía, detalla el proceso de formación de las tarifas, caracteriza su comportamiento y lo compara con la evolución del índice de precios al consumidor (IPC) del grupo regulados y la inflación. Finalmente, cuantifica el impacto inflacionario anual de un choque a la tarifa.

2. Las tarifas eléctricas y los índices agregados de precios

Las tarifas de la energía eléctrica han ganado participación en los últimos años, tanto en el grupo de los precios regulados por el Estado como en la canasta total del IPC. En la canasta base 1998 la ponderación que se le asignaba a los precios de los bienes regulados era de 9,04% y, dentro de ese grupo, las tarifas eléctricas participaban con el 1,46%. En la nueva canasta de 2008 la ponderación aumentó a 15,26%, al tiempo que la importancia de las tarifas eléctricas se incrementó a 2,86%. El mayor peso que ha tomado este producto ha llevado a que se le preste más atención a la formación de su tarifa, para darle un seguimiento cercano a la denominada inflación de regulados.

3. Las transacciones de energía

En el mercado mayorista de energía se transa la energía eléctrica principalmente por medio de dos mecanismos: la bolsa y los contratos bilaterales. Para el año 2009 las transacciones

totales de este mercado ascendieron a US\$4.740 m: 69% correspondieron a contratos bilaterales, 26% en bolsa y 5% mediante otro tipo transacciones.

El mecanismo de transacciones en la bolsa comprende tres etapas: una anterior al día de la operación, una durante el día de operación y una posterior. En la primera etapa las empresas generadoras informan la disponibilidad esperada de energía para cada hora del día siguiente y un único precio de oferta para ese día. Con esta información el operador del mercado ejecuta la liquidación de los contratos para cada una de las horas del siguiente día, dada una demanda esperada. En la segunda etapa se transa la energía que el sistema vaya demandando. En la última etapa se determina el precio, el cual es el precio de oferta de la empresa generadora marginal, es decir, aquella que completa con su oferta la atención de la demanda total.

En los contratos bilaterales se pactan los precios y cantidades de energía entre los comercializadores y los generadores. Los contratos de mediano y largo plazos, es decir, de plazos de entrega mayores a un día y de duración entre uno y cuatro años, se realizan con el objetivo de evitar la incertidumbre asociada con los cambios de precios, los cuales pueden fluctuar bruscamente debido a fenómenos climáticos o restricciones técnicas.

4. Formación de las tarifas eléctricas e inflación

Las tarifas de la energía eléctrica son reguladas por la Comisión de Regulación de Energía y Gas (CREG), mediante resoluciones que en principio tienen vigencia por cinco años. La tarifa, definida en pesos por kilovatio-hora (\$/kWh), tiene como base de cálculo el costo unitario (CU) de la provisión del servicio, y en su determinación se tiene en cuenta si el consumo es residencial o industrial. En el caso del consumo residencial se cobra de manera estratificada, de modo que para los estratos 1, 2, y 3 se descuenta un subsidio al CU, al 4 se le cobra el CU, mientras que a los estratos 5 y 6 se le adiciona una contribución. Por su parte, la tarifa que se cobra a los usuarios industriales regulados está conformada por el CU más una contribución (o sobretasa). Cuando las contribuciones no son suficientes para cubrir los subsidios, el faltante se cubre con recursos del presupuesto general de la Nación.

a. El costo unitario

El CU de la provisión del servicio de energía eléctrica es igual a la sumatoria del costo por unidad de generación (participa con el 33% del CU), transmisión (8%), distribución (38%) y

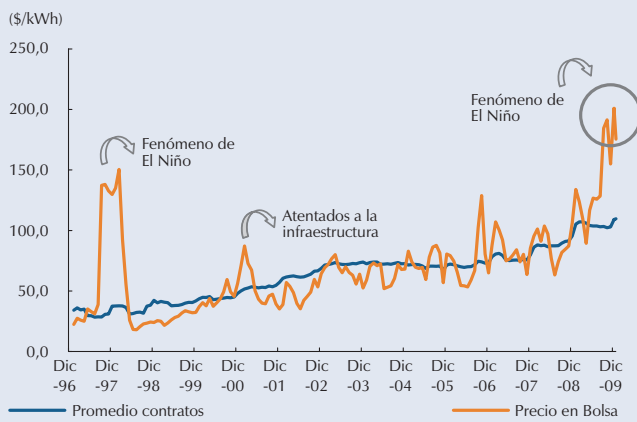
* Tomado del documento "Formación de las tarifas eléctricas e inflación en Colombia" publicado en Borradores de Economía del Banco de la República, núm. 634 de 2010.

** Los autores son investigadores de la Unidad de Investigaciones del Banco de la República. Las opiniones expresadas son su responsabilidad y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

el componente variable de la comercialización (12%), más las pérdidas reconocidas (7%) y las restricciones que le son propias a estas actividades (2%).

El costo de generación, que a su vez es equivalente al precio de compra de las comercializadoras, está determinado por el libre juego de la oferta (generadoras) y la demanda (comercializadoras), por lo que en rigor es el único componente del CU cuya fijación se aproxima al mecanismo de mercado. La demanda es cubierta mediante los contratos bilaterales y las compras en la bolsa de energía. Los cambios en la estacionalidad climática, la aparición recurrente de fenómenos de El Niño y los atentados a la infraestructura eléctrica han afectado el precio histórico de la bolsa, que al ser de corto plazo presenta mayor volatilidad (Gráfico R1.1).

Gráfico R1.1
Precio en la Bolsa frente al precio promedio de los contratos, 1997 a 2009



Fuente: XM-NEÓN; cálculo de los autores.

El fenómeno de El Niño de finales de 2009 y comienzos de 2010 fue especialmente fuerte, y se tradujo en una disminución de los embalses que obligó al sistema a hacer una sustitución de generación hidráulica por térmica. Como las plantas térmicas no son capaces de abastecer la totalidad de la demanda de energía del país, enfrentan sobrecostos que terminan reflejados en menores transacciones de energía en la bolsa de energía y en mayores costos por kilovatio generado.

Los costos de transmisión y distribución corresponden a un derecho fijado por la CREG por el uso de las redes de transporte. Estos derechos se fijan de tal manera que cubran: la depreciación de los activos de las empresas que participan en estos negocios y el costo de oportunidad de su capital (o tasa de retorno), los gastos de administración, operación y mantenimiento de las redes, el pago a terceros por concepto de conexión al sistema de redes y el pago por los servicios que prestan los centros de despacho en las regiones. Dentro de estos conceptos, los dos primeros son los predominantes.

Los anteriores costos se han venido ajustando mensualmente en los últimos años con el índice de precios del productor (IPP) total nacional. Así, la tarifa final de la energía aumenta ante variaciones del IPP, las cuales se transmiten al IPC. Por ello hay un canal de transmisión entre el IPP, los componentes de transmisión y distribución y, finalmente, la inflación.

El costo variable de comercialización de energía se determina sobre el costo de comercialización, que corresponde a la remuneración por la lectura, facturación y otros costos propios de esta actividad, y que varía en función de las ventas o consumo de energía. Finalmente, las pérdidas reconocidas constituyen un componente del CU en la medida en que se hacen explícitos los costos por pérdidas imputables a las compras y al transporte de energía.

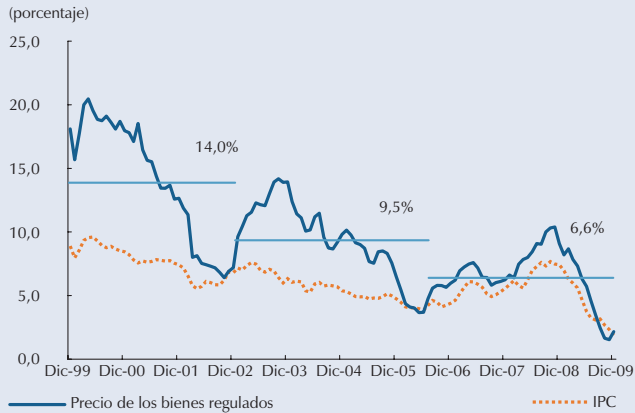
Entre 1998 y 2007 el CU se estimaba mensualmente; no obstante, para evitar cambios en las tarifas ante pequeñas oscilaciones del CU, sólo se aplicaba un aumento o disminución si el valor calculado de dicho costo resultaba diferente al vigente en más o menos 3%. Con estas reglas de ajuste, un aumento acumulado del IPC por encima del 3%, que afectaba el costo de comercialización, no necesariamente se traducían en un aumento del CU total, porque podía ser compensado por la evolución opuesta de los costos de los otros componentes, o viceversa. Por ejemplo, la evidencia muestra que hubo meses con mínimas variaciones en el IPP o IPC, pero otros factores, como atentados a la infraestructura eléctrica y cambios climáticos, se tradujeron en un aumento en el CU. Para el período tarifario comprendido entre los años 2008 y 2012 la CREG definió un nuevo índice de precios para ajustar los costos unitarios de la energía, de tal manera que cuando cualquiera de los componentes del CU sobrepase el 3%, dicho costo se ajusta automáticamente en el porcentaje equivalente.

b. Las tarifas, el IPC de regulados y la inflación

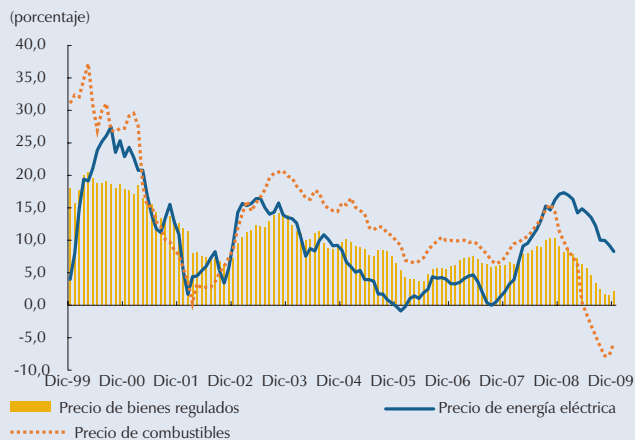
Durante los últimos diez años la variación anual del IPC de regulados presentó una tendencia decreciente, con grandes fluctuaciones, y al final de 2009 se ubicó por debajo de la inflación (Gráfico R1.2, panel A). La evolución de las tarifas eléctricas y del precio de los combustibles marcó la dinámica de este grupo durante el período (Gráfico R1.2, panel B). Entre 2001 y 2002 los menores ritmos de aumento anual estuvieron determinados por el descenso en el precio de los combustibles, asociado con la evolución del precio internacional del petróleo, y por la caída de las tarifas eléctricas. Posteriormente, se registraron dos grandes ciclos de subida y descenso en la variación anual el IPC de regulados, definidos nuevamente por los combustibles y las tarifas eléctricas. El pico del IPC de regulados en 2008 estuvo determinado tanto por las tarifas eléctricas (que aumentaron 15%), debido a los mayores costos de generación que enfrentó el sector por el fenómeno de El Niño, como por

Gráfico R1.2
Inflación del IPC y de algunos bienes regulados
(tasas anualizadas)

A. Inflación IPC y de regulados



B. Inflación de regulados, tarifas eléctricas y de combustibles



Fuente: DANE; cálculo de los autores.

los precios de los combustibles, que no se redujeron con la caída de los precios internacionales del petróleo.

c. Rigideces y asimetrías de los precios de los regulados y de las tarifas eléctricas

Durante la última década se encontró que los principales bienes que conforman el IPC de regulados (combustibles, gas, energía eléctrica, y acueducto y alcantarillado) registraron cambios en sus precios cada mes y en magnitud de 0,9%. Los combustibles registraron un mayor aumento promedio (1,1%), mientras que las tarifas eléctricas presentaron el menor (0,76%). En cuanto a la dirección de los cambios, se encontró la presencia de asimetrías que favorecen los aumentos. En el caso de la energía, el 73,9% fueron aumentos y el 26,2% disminuciones. Con respecto a la magnitud de sus cambios, en promedio la energía aumentó mensualmente 0,76% y los combustibles 1,1%.

d. Impacto inflacionario de un choque al precio de las tarifas eléctricas

Usando la matriz insumo-producto de 2007, se estimó el impacto sobre la inflación anual del IPC de una variación repentina y por una sola vez de las tarifas eléctricas. Los estimativos indican que un choque del 10% a las tarifas de energía implica una inflación anual adicional del IPC de 0,78 pp.

Recuadro 2

ANÁLISIS RETROSPECTIVO DEL COMPORTAMIENTO DE LA ECONOMÍA COLOMBIANA DURANTE 2010, SEGÚN EL MODELO PATACON

Christian Bustamante
Andrés González
Diego Rodríguez*

Este recuadro presenta un breve análisis del comportamiento de la economía colombiana durante 2010 a la luz de un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico denominado *Patacon*¹, el cual está a cargo del Departamento de Modelos Macroeconómicos del Banco de la República. En particular, el modelo se emplea para identificar y cuantificar los choques que explican el comportamiento del PIB y la tasa de inflación durante 2010.

Dada la estructura del modelo, es posible explicar las realizaciones de las variables macroeconómicas como función de choques exógenos estructurales. Así, el valor de una variable en un período dado se puede explicar como un promedio ponderado de los choques recibidos por la economía hasta ese momento. Se entiende como choque a una variable exógena, observada o no, que genera fluctuaciones en el ciclo económico.

El conjunto de choques externos está compuesto por:

- Cambios en el PIB de los principales socios comerciales.
- Movimientos de los precios de las materias primas importadas.
- Variaciones de los precios de los bienes importados para consumo e inversión.
- Variaciones de la tasa de interés externa relevante para Colombia.
- Transferencias.

Los choques internos son:

- Choques de política monetaria que se identifican mediante la tasa interbancaria (TIB) y una regla de política. Así, si la TIB difiere de lo sugerido por la regla de política del modelo, se dice que hay un choque de política monetaria.

- Cambios en las preferencias de los consumidores, que se reflejan en movimientos del consumo no explicados por el modelo. Este choque no es observado, sin embargo, puede reflejar variaciones en el índice de confianza del consumidor, así como movimientos exógenos del consumo del Gobierno.
- Variaciones exógenas en la disposición a invertir. Este choque tampoco es observable, pero puede estar asociado con los índices de capacidad instalada, índices de confianza del productor, así como con movimientos exógenos de la inversión pública.
- Variaciones en la inflación de alimentos y de regulados.
- Un choque de productividad transitorio y otro permanente. Este último, se supone, determina la tasa de crecimiento de largo plazo de la economía.

1. Descomposición histórica de choques

La representación de la descomposición histórica de choques es un gráfico de barras de colores superpuesto sobre una serie de tiempo, en donde la suma de las barras para cada período es igual al valor observado de la serie en dicho momento. Por tanto, el tamaño de las barras de distintos colores en cada período indica la importancia relativa del choque. Así mismo, las barras que se ubican en la parte positiva muestran presiones al alza, contrario a lo que ocurre para las barras en la zona negativa.

La descomposición de choques se presenta en términos de desviaciones absolutas del valor de largo plazo de las variables. En este ejercicio el valor de largo plazo para el crecimiento del producto es 4%, y para la inflación es el punto medio del rango meta.

Es importante resaltar algunas características de la descomposición histórica de choques. Primero, la magnitud de las barras de colores no necesariamente está asociada con choques recibidos en un momento dado sino que refleja el efecto neto acumulado de los choques recibidos hasta ese período. Segundo, el valor explicado de la serie por un choque específico recoge los efectos directos e indirectos. Por último, el efecto máximo de un choque sobre las distintas variables puede darse con algún rezago.

Para llevar a cabo este ejercicio se emplean las series del PIB, consumo total; formación bruta de capital fijo; exportaciones e importaciones totales; materias primas importadas; inflación total, de regulados, y de alimentos; tasa de interés externa; devaluación; salarios; transferencias; tasa de interés

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

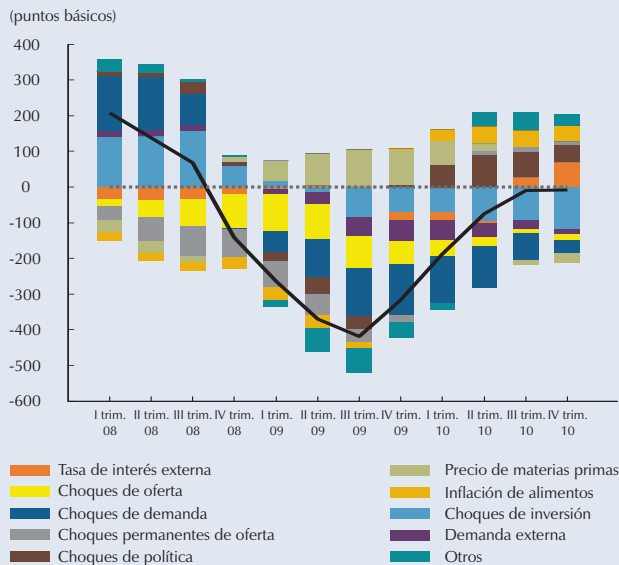
1 Por su sigla en inglés, *Patacon* significa *Policy Analysis Tool Applied to Colombian Needs*.

interbancaria; precio de las materias primas importadas; precio de bienes de consumo e inversión importados, y demanda externa por exportaciones. Esta última se construye a partir del PIB de los principales socios comerciales de la economía colombiana, ponderados por participación en las exportaciones totales².

a. Crecimiento del PIB en el período 2008-2010

Como se muestra en el Gráfico R2.1, durante los tres primeros trimestres de 2008 se observaron crecimientos del producto (año completo) por encima del 4%, impulsados principalmente por choques positivos de demanda. A partir de 2009 y hasta finales de 2010 se observa que el choque de demanda afectó negativamente el crecimiento del PIB, aunque su efecto perdió importancia. Esta dinámica es aún con el comportamiento observado en el índice de confianza del consumidor y con el crecimiento del consumo público en dicho período (véase Gráfico 11, del capítulo I, p. 27). Adicionalmente, este resultado evidencia que la fuerte caída que experimentó la demanda de los consumidores en 2009, y su lenta recuperación a principios 2010, sigue afectando negativamente, aunque cada vez menos, el crecimiento del producto.

Gráfico R2.1
Descomposición histórica de choques para el crecimiento del PIB, 12 meses



Fuente: cálculos de los autores.

2 Las series se obtienen a partir de la información reportada por el DANE, el Banco de la República, la DIAN y el Fondo Monetario Internacional. Todas tienen una frecuencia trimestral que va del segundo trimestre de 2001 hasta el cuarto de 2010.

Algo similar ocurrió con los choques a la inversión: durante 2008 explicaron una parte importante del crecimiento del PIB, pero a partir de 2009 tuvieron un efecto negativo sobre el crecimiento del producto, lo que coincide con la importante caída que registró la formación bruta de capital fijo en las cuentas nacionales. Dicho resultado indica que, a pesar de que el país mostraba oportunidades de inversión, éstas no eran lo suficientemente atractivas para los inversionistas. Para todo el período el índice de confianza de los productores muestra un patrón similar.

El *Patacon* también identifica choques de oferta transitorios y permanentes, que en gran medida explican la desaceleración del crecimiento del producto entre los años 2008 y 2010. Este mismo comportamiento es congruente con las medidas de la productividad total de los factores calculadas por otros modelos.

La demanda externa es otro de los choques que afectaron el crecimiento del PIB. Su efecto cobra mayor importancia durante 2009 y parte de 2010, años en los cuales estos choques afectaron negativamente el crecimiento del producto. Durante este período el PIB de los principales socios comerciales registró caídas de hasta un 4,5%, impactando negativamente la demanda por exportaciones colombianas.

Por otra parte, el choque a la inflación de alimentos afectó contracíclicamente el comportamiento del PIB durante el período de análisis. En 2008 la inflación de alimentos alcanzó niveles superiores al 10%, lo que se tradujo en efectos negativos sobre la expansión del producto durante ese mismo año y parte del siguiente. Sin embargo, para finales de 2009 y principios de 2010 el precio de los alimentos presentó caídas, dinamizando el crecimiento del PIB de 2010. Esto ocurre porque el menor precio de los alimentos tiene un efecto ingreso positivo sobre los consumidores, lo que incrementa su salario real y genera una mayor demanda. Adicionalmente, la política monetaria reaccionó acomodando las reducciones en la inflación, lo que se terminó traduciendo en menores tasas de interés y mayor demanda agregada.

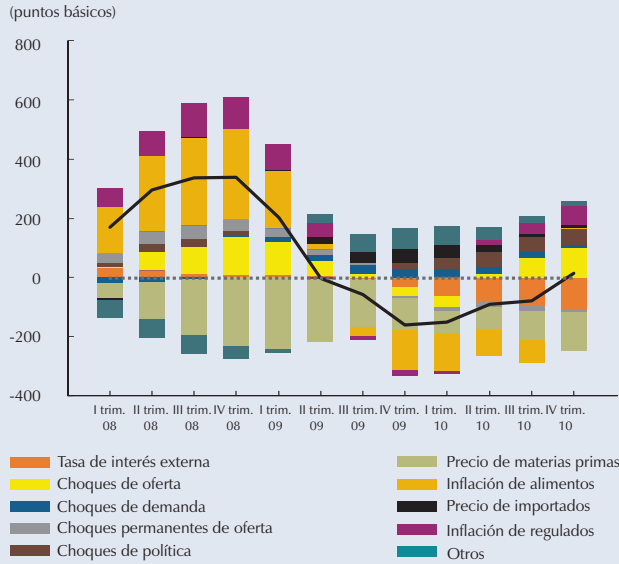
La variación anual del precio de las materias primas registró valores negativos entre 2007 y 2008, lo que generó efectos positivos sobre la producción del año siguiente. No obstante, para 2009 la inflación de materias primas regresó a terreno positivo, incrementado los costos de producción y afectando negativamente el crecimiento del PIB en el segundo semestre de 2010.

b. Inflación anual entre 2008 y 2010

Los choques al grupo de alimentos y de regulados afectaron la inflación no sólo por su participación en la canasta, sino también por su efecto sobre las expectativas de inflación. El incremento en el precio de los alimentos en 2008 impulsó

a la inflación por encima de su rango meta. Sin embargo, la caída en los precios de este grupo registrada en 2009 y parte de 2010 presionó a la baja la inflación durante ese mismo año (Gráfico R2.2).

Gráfico R2.2
Descomposición histórica de choques para la inflación anual



Fuente: cálculos de los autores.

En la mayoría de los períodos el comportamiento del IPC de regulados presionó al alza la inflación. En contraste, sólo en los momentos en los cuales la variación anual del grupo de regulados se ubicó por debajo de la meta de inflación anual, su efecto sobre la inflación fue negativo, tal como ocurrió en el período 2009-III a 2010-I.

Otro de los factores que presionó la inflación a la baja durante todo el período de análisis fue el precio de las materias primas importadas. La variación anual del IPP de importados presentó valores negativos entre 2007 y 2008, con una recuperación en 2009 y una posterior caída en 2010. Este patrón de comportamiento se observa en el efecto acumulado negativo de dicho choque sobre la inflación.

Sumado a esto, y en línea con el choque negativo de oferta que se identifica en la descomposición histórica del crecimiento del producto, se observa que el choque de oferta presionó la inflación al alza entre 2008 y mediados de 2009. Adicionalmente, las bajas tasas de interés internacionales contribuyeron a tener una menor inflación en 2009 y 2010, efecto que se reforzó indirectamente mediante la apreciación de la tasa de cambio registrada desde finales de 2009 y gran parte de 2010.

Por último, el papel de la política monetaria contempla el uso de la tasa de interés para influir sobre la demanda agregada, y así controlar las presiones sobre la inflación y encausarla en su rango meta. En 2010 las bajas tasas de interés tuvieron un efecto dinamizador sobre la demanda agregada, lo que permitió un mayor crecimiento del PIB sin desviar el incremento de los precios de su rango objetivo.

Referencias

González, Andrés; Mahadeva, Lavan; Rodríguez, Diego; Prada, Juan David. "Patacon: un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico para Colombia", mimeo, Banco de la República, 2011.

II. MERCADOS FINANCIEROS

En el cuarto trimestre de 2010 la volatilidad y percepción de riesgo en los mercados financieros aumentó, en particular en la economía europea.

En las economías emergentes el final de 2010 fue un período de baja valoración de los activos financieros e, incluso, de caídas en algunos índices accionarios.

En el último trimestre de 2010 el crédito se aceleró en un contexto de tasas de interés históricamente bajas.

Los precios de los activos financieros (TES y acciones) se redujeron, mientras que en la vivienda se siguen observando valorizaciones.

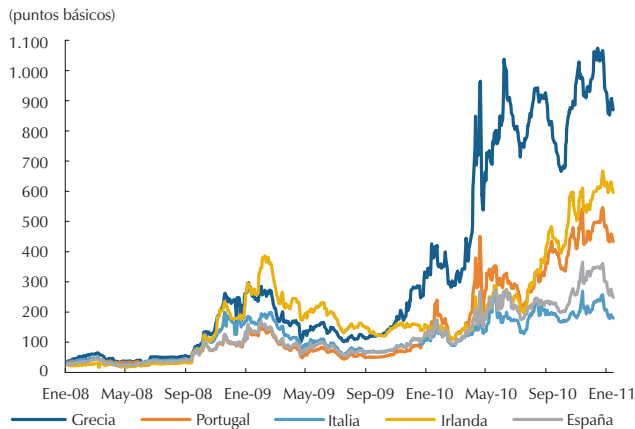
A. MERCADOS EXTERNOS

A lo largo del cuarto trimestre de 2010 la volatilidad y la percepción de riesgo en los mercados financieros se incrementaron, en particular en las economías de Europa. La grave situación de deuda pública que experimentan algunas de estas economías (Grecia, Irlanda, Portugal, España e Italia) continuó presionando al alza tanto las tasas de sus títulos de mediano y largo plazos como sus *credit default swaps* (CDS) que se encuentran en niveles muy superiores a los registrados con la crisis financiera de 2008 (Gráfico 35, panel A).

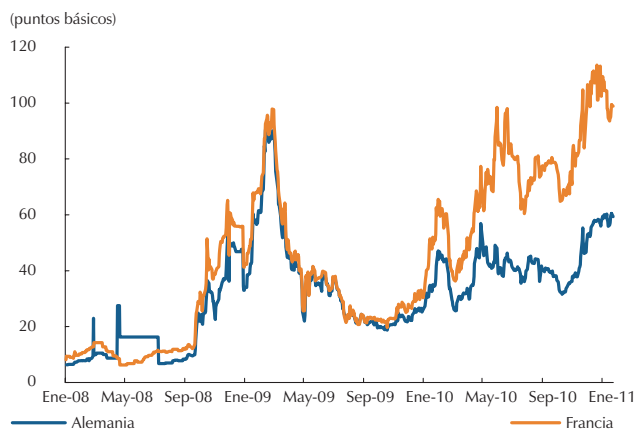
Como consecuencia del elevado nerviosismo de los mercados internacionales sobre la sostenibilidad de la deuda en Irlanda y en general de estas cinco economías, a comienzos de noviembre, y con el objetivo de reducir la percepción de riesgo, el Banco Central Europeo, el Fondo Monetario Internacional (FMI) y algunas otras economías de Europa firmaron un acuerdo de salvamento con el gobierno de Irlanda. Sin embargo, los mercados financieros no respondieron como se esperaba y, en cambio, la percepción de riesgo en las economías europeas se incrementó. A finales del año pasado el mercado experimentó una mejora leve en la percepción de

Gráfico 35
Credit default swaps (CDS) a 5 años en algunos países de Europa

A.

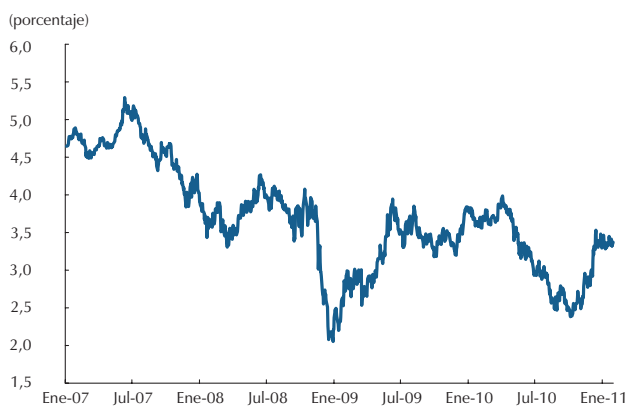


B.



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 36
Tasas de los títulos de deuda pública a 10 años en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

riesgo por cuenta de una colocación exitosa de títulos de mediano plazo (5 y 10 años) por parte de Portugal, España e Italia.

Estos eventos en Europa se han sentido de manera considerable, incluso en las economías más sólidas de esa región; así, Alemania y Francia también han visto sus CDS incrementados a niveles similares a los registrados en 2008 (Gráfico 35, panel B). Sin embargo, el fenómeno ha permanecido contenido en Europa. En los Estados Unidos no se evidenció contagio adicional del nerviosismo de los mercados, al menos visto a partir de sus CDS; sin embargo, en noviembre, cuando se agudizaron los problemas en Irlanda, se revirtió la tendencia al debilitamiento del dólar frente al euro y al yen que se venía observando en septiembre y octubre, incluso a pesar del inicio de la nueva estrategia de inyección de liquidez (denominada QE2).

Por otro lado, la política de relajamiento monetario implementada por la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) no ha causado los efectos deseados inicialmente. Con el anuncio de esta nueva estrategia se esperaba lograr un aplanamiento de la curva de rendimientos, reduciendo aún más las tasas de largo plazo, evento que se dio de manera transitoria hasta cuando fue revelado el cronograma y la composición de compras que realizaría la Fed. El mercado juzgó dicho esfuerzo, por lo que castigó fuertemente las tasas incrementándolas a niveles incluso superiores a los previos al anuncio (Gráfico 36). Adicionalmente, este comportamiento podría también explicarse por unas mayores perspectivas de crecimiento o mayores expectativas de inflación.

Aunado a que en el corto plazo no se han visto los efectos del estímulo en las tasas de interés en los Estados Unidos, varios analistas han comenzado a cuestionar los costos del mediano y largo plazos. Particularmente, se considera que retirar la liquidez otorgada hasta la fecha por la Fed implicaría un choque negativo sobre la economía de efectos considerables. Además, los analistas juzgan que, en un panorama de importante turbulencia financiera, la política de la Fed ha inducido mayores operaciones de *carry trade* hacia el mercado de *commodities* con la consecuencia no deseada de un incremento en los precios de las materias primas. Así

mismo, este último efecto va en detrimento de la recuperación de corto plazo, pues los mayores precios de los energéticos y los alimentos elevan la inflación y reducen la capacidad adquisitiva de los consumidores.

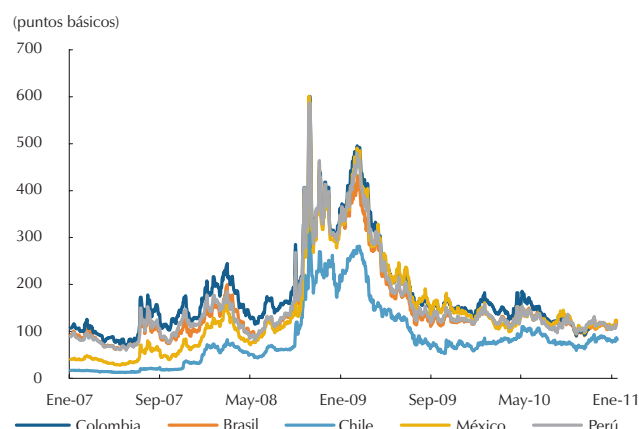
A la fecha, la estrategia de relajamiento monetario de la Fed no se ha traducido en una reactivación del canal crediticio en los Estados Unidos. Tanto el crédito de consumo como el hipotecario siguen estancados y no muestran signos de recuperación. Ello quizás responde a que el mercado laboral no ha logrado reactivarse y el desempleo continúa en niveles elevados, junto a que los hogares continúan buscando mejorar sus balances.

En cuanto a los mercados financieros de los países emergentes, la percepción de riesgo permanece en niveles bajos, incluso a pesar de la mayor turbulencia

europea (Gráfico 37). Ello se debe a que cuentan con fundamentales sólidos y han logrado mantener un amplio grado de desacoplamiento de las economías desarrolladas. En Latinoamérica, a diferencia de muchos países desarrollados, las políticas contracíclicas adelantadas como respuesta a la crisis financiera no han implicado un deterioro marcado de los balances fiscales. A esto se une el hecho de que estas economías han contado con un sistema bancario sólido y no tan expuesto a las complicaciones financieras internacionales. Esto ha permitido que las políticas implementadas por las autoridades monetarias se transfieran efectivamente a los sectores productivos y a los hogares, logrando mantener la actividad económica con un ritmo satisfactorio de expansión.

El último trimestre de 2010 estuvo caracterizado por una aparente estabilidad en la cotización de las monedas de los emergentes, en parte como respuesta a un mayor temor por la turbulencia en Europa, que habría logrado apaciguar las presiones a la apreciación, pero a su vez también por la implementación de políticas más agresivas para controlar el influjo de capitales y la cotización de las monedas (Gráfico 38). Sin embargo, con el alivio parcial de la percepción de riesgos en Europa, en lo corrido del año las monedas emergentes retomaron su tendencia a la apreciación. A su vez, en la mayoría de economías emergentes el final de 2010 fue un período de baja valorización para los activos, en particular los bursátiles. Aún así, continúa el riesgo latente de su sobrevaloración por cuenta de la amplia liquidez mundial y la dinámica económica local de cada economía emergente.

Gráfico 37
Credit default swaps (CDS) en algunos países de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 38
Índice de tasas de cambio en algunos países de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

A excepción del microcrédito, todas las modalidades de cartera han acelerado su ritmo de crecimiento.

Los incrementos en precios internacionales de materias primas de origen mineral y agrícola, así como la fuerte dinámica de la demanda interna en las economías emergentes, han comenzado a producir cambios en la postura de la política monetaria. Por el contrario, en las economías desarrolladas no exportadoras de *commodities* no se esperan incrementos en las tasas de interés de referencia en el corto plazo, toda vez que no han consolidado su recuperación; esto, junto con inyecciones de liquidez adicionales, podrían presionar aún más el proceso de apreciación de las monedas de los emergentes en 2011.

B. MERCADOS FINANCIEROS INTERNOS

Entre el último trimestre de 2010 y las primeras semanas de 2011 el crédito continuó acelerándose y, exceptuando el microcrédito, todas las modalidades de cartera presentaron aumentos importantes y superiores al crecimiento del PIB nominal estimado para el presente año. Lo anterior se presentó junto con unas tasas de interés que detuvieron su descenso, pero que a la fecha se situaron en niveles históricamente bajos, tanto en términos nominales como reales.

En este contexto, la dinámica de la demanda interna se ha visto impulsada por el crédito destinado a los hogares. Durante 2010 la cartera de consumo fue la más activa, seguida de la hipotecaria, hechos que han incrementado el nivel de endeudamiento de las familias. La cartera comercial también registró un mayor ritmo de expansión anual, tanto en moneda extranjera como en nacional. El saldo de bonos emitidos por las empresas también aumentó y alcanzó a representar un porcentaje importante del total de la financiación de las empresas. Las diferentes encuestas de oferta y demanda de crédito muestran que la anterior tendencia continuará, e incluso que la oferta de préstamos se puede acelerar aún más para algunos sectores.

Con respecto a los activos financieros, entre inicios de noviembre pasado y finales de enero el índice general de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) y los TES se desvalorizaron. Con cifras a septiembre de 2010 los precios reales de la vivienda continuaron aumentando y se encuentran en niveles similares a sus máximos históricos. En este capítulo, se muestra un ejercicio que incluye flujos capitales, crédito y precios de los activos, cuyos resultados aún no dan señales de alerta que hagan temer por la estabilidad financiera. Ello, a pesar de que los niveles de dichas variables son superiores a sus promedios históricos.

El crecimiento económico y la inflación observada, así como el análisis de sus pronósticos y expectativas, junto con el anterior contexto financiero, sirvieron de base para que la Junta Directiva del Banco de la República mantuviera inalterada su tasa de interés de referencia. No obstante, como lo señaló en su comunicado del 31 de enero de 2011, “*si la economía continúa la senda expansiva esperada, o las expectativas de inflación muestran señales de desviarse de las metas, se darán las condiciones apropiadas para retirar gradualmente el estímulo monetario con el fin de afianzar el crecimiento sostenido de la producción y el empleo*”.

1. Crédito

En la segunda parte de 2010 la actividad crediticia se aceleró, luego de un primer semestre de recuperación moderada. Las buenas condiciones de financiamiento de los hogares y las empresas impulsaron la demanda agregada, hecho que se ha reflejado en el buen desempeño del consumo privado y la inversión en maquinaria y equipo.

Por el lado de la demanda, factores como los altos niveles de confianza, y en particular la disposición creciente por la compra de bienes que requieren financiación (vivienda, carro y bienes durables⁴), explicaron parte de la aceleración de la cartera de consumo. La recuperación del mercado laboral, reflejada en la disminución de la tasa de desempleo de los jefes de hogar y en mejores tasas de empleo de trabajadores con mayor educación, también incidió en la aceleración de la demanda de crédito de los hogares (DANE, GEIH). De igual forma, las encuestas de opinión sugieren que los empresarios⁵ habrían aumentado la demanda de crédito para atender el incremento de pedidos y ventas. De hecho, la industria y los sectores de transporte y comunicaciones consideran necesario aumentar más la inversión⁶.

Un factor que podría afectar la demanda de crédito es la desaceleración en la confianza de los consumidores y empresarios, observada en los últimos dos meses de 2010. No obstante, aún es temprano para considerar estos datos como un cambio en su tendencia.

Por el lado de la oferta, la encuesta de diciembre pasado aplicada a los bancos muestra que estas entidades prefieren canalizar sus excesos de liquidez hacia el crédito, por encima de la compra de papeles de deuda pública, porque lo consideran de mayor rentabilidad. Según ellos, los sectores con mayor acceso al crédito son el comercio, las personas naturales, los servicios y en general las empresas que producen para vender en el mercado local. Las tasas de interés en niveles históricamente bajos, así como el descenso en el riesgo de crédito, han sido dos factores importantes en la aceleración de los desembolsos de cartera.

Teniendo en cuenta la información observada, en este Informe se construyó una mejor aproximación del crédito total, medido como la suma de: cartera en moneda nacional de los establecimientos de crédito, financiamiento externo del sector privado⁷ y bonos emitidos por las empresas. Al cierre de 2010 este agregado registró un saldo de \$233 billones (b) y una tasa de crecimiento anual de 15,9%, cifra que superó ampliamente la registrada en 2009 (4,6%) (Gráfico 39).

Las buenas condiciones de financiamiento de los hogares y las empresas han contribuido al dinamismo de la actividad crediticia.

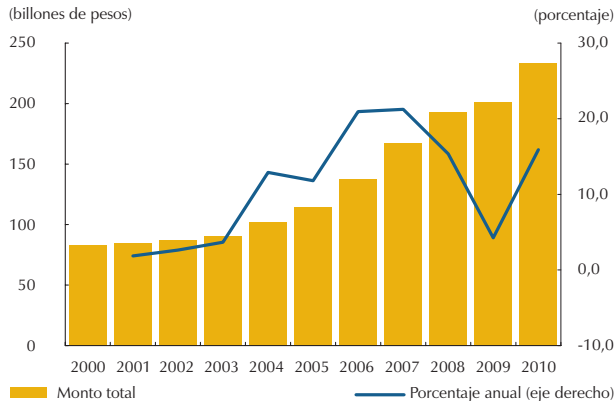
4 Según la encuesta mensual de opinión de los consumidores, de Fedesarrollo.

5 Encuestas de opinión mensual de Fedesarrollo a comerciantes e industriales.

6 Encuesta mensual de expectativas, Banco República.

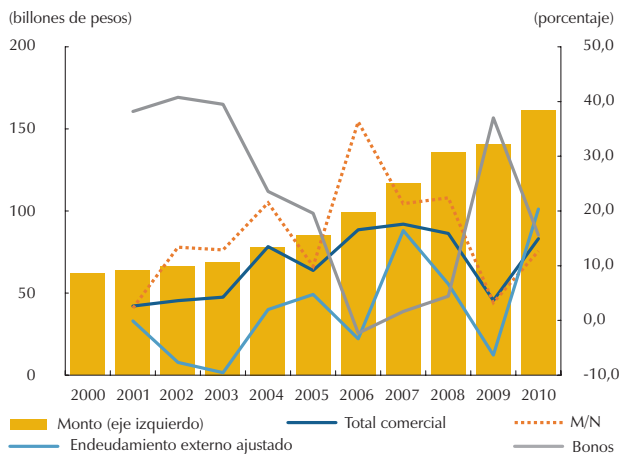
7 Incluye créditos en moneda extranjera con bancos que operan en Colombia o en el extranjero y financiamiento directo con casas matrices o proveedores.

Gráfico 39
Crédito total ^{a/}



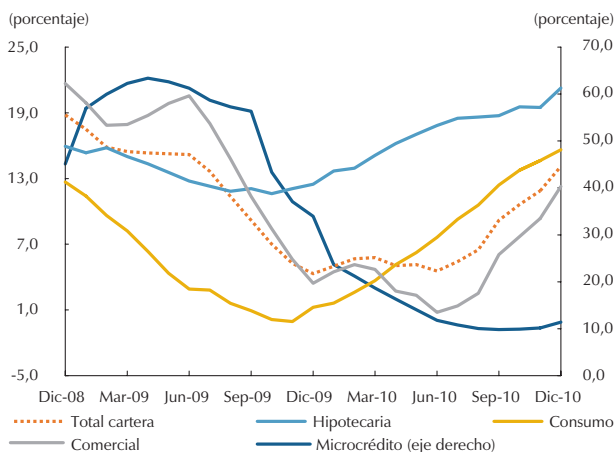
a/ Incluye crédito bancario total, bonos del sector real y endeudamiento externo privado. Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, balances de empresas, y prospectos de emisión de la Bolsa de Valores de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 40
Crédito bancario comercial en M/N, bonos del sector real y endeudamiento externo del sector privado



Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, balances de empresas, y prospectos de emisión de la Bolsa de Valores de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 41
Crédito bancario en moneda nacional: según destino



Fuente: Bloomberg.

Del incremento del crédito total registrado en 2010 (\$32 b), el otorgado por el sistema bancario en moneda nacional y extranjera contribuyó con el 87,3% (\$28 b). El anterior fue seguido por la colocación neta de bonos, con 8,1% (\$2,6 b), y por el endeudamiento externo directo con 4,5% (\$1,5 b). Además, la aceleración del crédito significó un incremento de 40,0% a 43,2% del PIB.

Entre 2009 y 2010 la tasa de crecimiento anual del crédito recibido por las empresas pasó de 3,7% a 14,9%, alcanzando un monto de \$161 b. El 62% de dicho crédito lo constituye la cartera comercial en moneda nacional, 26% al financiamiento externo y 12,0% a la colocación de deuda corporativa (bonos). En cuanto a su expansión, se destacó la aceleración del financiamiento externo, que pasó en el mismo período (y en pesos), de -6,7% a 20,4%, seguido de la cartera comercial, que lo hizo de 4,2% a 14,9%. La tasa de crecimiento de los bonos descendió de 37,0% a 15,6% (Gráfico 40).

El sobresaliente incremento anual del financiamiento externo estuvo liderado por la cartera en moneda extranjera otorgada por los intermediarios de crédito, que aumentó US\$2.798 millones (m) (122%). Parte de estos recursos se destinaron a la financiación del comercio exterior, especialmente al giro para el pago de importaciones⁸. En los meses de agosto y octubre las expectativas de apreciación del peso también contribuyeron a incrementar la demanda por deuda en moneda extranjera. El endeudamiento externo directo del sector privado⁹ se mantuvo estable y aumentó US\$718 m (5,2%).

En el segundo semestre de 2010 la cartera comercial en pesos se aceleró, después de haber estado relativamente estable durante el primer semestre del año. Así, creció 0,8% anual en junio, 6,1% en septiembre, y 12,3% en el último trimestre (Gráfico 41). Este comportamiento se dio junto con unas tasas de interés, que para esta modalidad descendieron de forma importante.

8 Un 27,8%, según lo reportado en la balanza cambiaria.

9 Esto excluye la financiación de empresas filiales del exterior para inversiones en el exterior.

Los menores costos de financiamiento externo (entre agosto y octubre), unidos a una buena oferta de crédito comercial con tasas históricamente bajas, explicaron en parte la moderación en el crecimiento de la emisión de bonos. Ante la crisis financiera internacional esta última forma de financiamiento había sido usada en 2009 por las empresas, para asegurar los recursos y disminuir la renovación de deuda de corto plazo con los bancos. De todos modos, el aumento anual de la emisión de bonos en 2010 fue superior al crecimiento del PIB nominal estimado para el presente año.

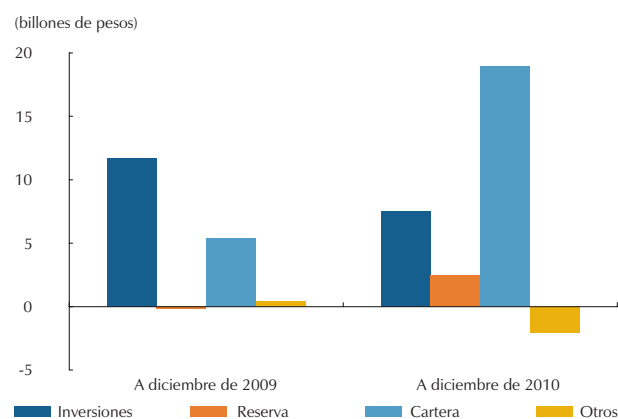
A lo largo de 2010 las líneas más dinámicas del crédito bancario fueron las destinadas a los hogares, cartera que al final del año llegó a un saldo de \$67,4 b. Su crecimiento anual fue de 18,1%, ampliamente superior a la registrada en 2009 (4,5%). El monto de recursos recibidos aumentó \$10,3 b, distribuidos entre crédito para consumo¹⁰ (\$6,9 b) y crédito hipotecario (\$3,4 b). En el caso del consumo su crecimiento partió de 1,2% en diciembre de 2009, luego aumentó en junio a 7,6%, y finalizó el año en 15,6%. En las mismas fechas e igual orden, el crédito hipotecario pasó de 12,3% a 17,8% y 21,3% (Gráfico 41).

La holgura de recursos en el mercado de depósitos también ha contribuido a la dinámica del crédito sin presiones en las tasas de interés. Los depósitos a la vista, ahorro y cuentas corrientes, fueron los que más aportaron a las fuentes de financiación de los bancos. Además, se dio una recomposición en favor de las captaciones con plazos mayores (bonos), lo que permitió ampliar el horizonte de duración de los préstamos otorgados por los bancos. De esta forma, con el total de depósitos los establecimientos de crédito atendieron el incremento en la cartera, mientras que los recursos propios y las operaciones repo los emplearon como fuente para fondear las inversiones (Gráfico 42).

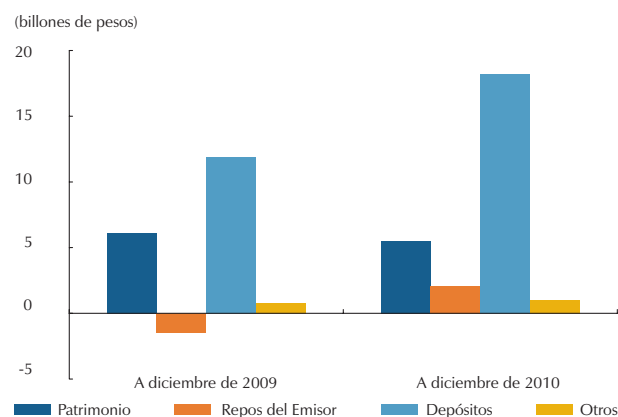
Los indicadores de riesgo de cartera (calificación y mora) siguen en descenso, y a finales de 2010 se situaron en niveles cercanos a sus mínimos históricos (Gráfico 43), ampliando la confianza de los bancos en otorgar crédito. Ello también disminuyó la necesidad de provisiones en cerca de \$1,4 b, monto equivalente a 26% de las utilidades acumuladas hasta noviembre (\$5,4 b) por el sistema financiero.

Gráfico 42
Principales activos y pasivos del sistema financiero
(variación en billones de pesos)

A. Activos



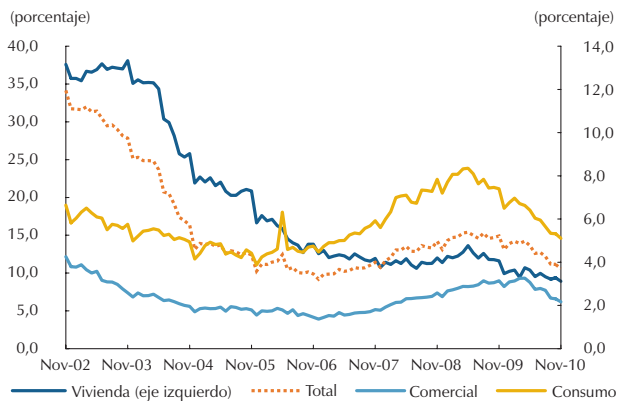
B. Pasivos



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

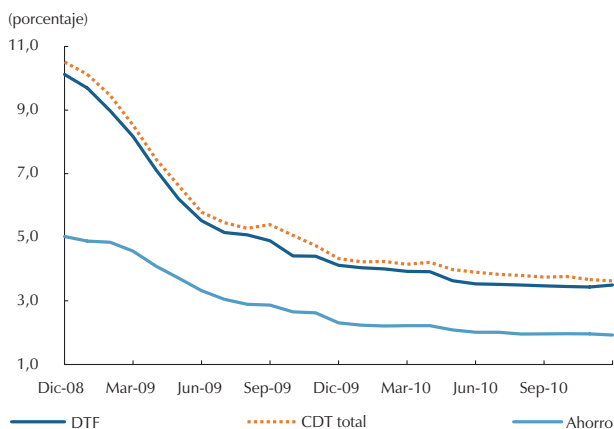
10 Incluye los créditos otorgados mediante tarjeta de crédito.

Gráfico 43
Indicador de mora de la cartera
(cartera vencida/cartera total)



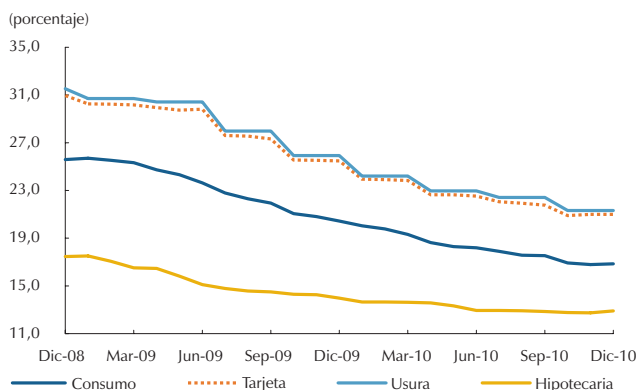
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 44
Tasas de interés pasivas



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

Gráfico 45
Tasas de interés de la cartera para hogares



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

2. Tasas de interés

En el último trimestre de 2010, período en el cual la tasa de interés de política se mantuvo estable, las tasas de interés pasivas presentaron un comportamiento similar. Las activas, por su parte, que habían descendido hasta finales del año pasado, en las primeras semanas de enero tendieron a estabilizarse en niveles históricamente bajos.

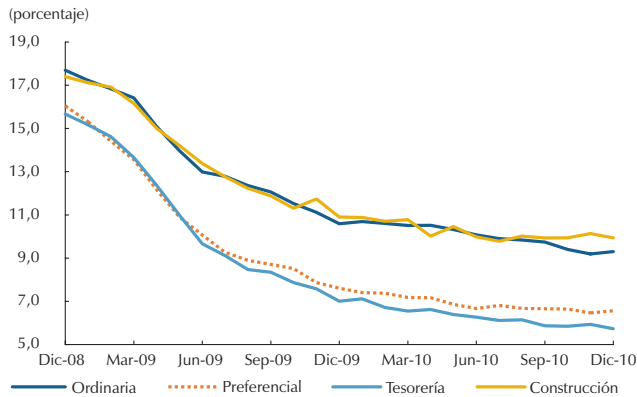
Las tasas de interés del mercado monetario: tasa interbancaria (TIB) e indicador bancario de referencia (IBR), fluctuaron en torno de 3%, tal como ocurrió desde mayo, mientras que las tasas pasivas también tendieron a estabilizarse, pero desde junio. En este último período el indicador de captación a 90 días DTF rondó el 3,5% y la tasa de los depósitos de ahorro osciló alrededor de 1,9% (Gráfico 44).

En el último trimestre de 2010, el mayor descenso en las tasas de interés activas se dio en las líneas de crédito destinadas a los hogares. Las tasas de interés de tarjeta de crédito se redujeron 77 pb y las de consumo en 69 pb, con lo cual se situaron en diciembre en 21,0% y 16,85%, respectivamente. Desde junio la tasa de los créditos hipotecarios se estabilizó en cerca de 12,9% (Gráfico 45). En las primeras semanas de enero estas cifras no habían cambiado; no obstante, las de consumo y tarjeta de crédito podrían incrementarse debido al aumento de 210 pb en la tasa de usura decretado por la Superintendencia Financiera (23,42% actualmente).

Las tasas de interés de los créditos comerciales descendieron de forma más moderada, en parte, por la mayor caída que presentaron en 2009 y hasta marzo de 2010. En el cuarto trimestre de 2010, las modalidades de crédito comercial presentaron las siguientes reducciones en sus tasas: 44 pb en ordinarios, 14 pb en los créditos de tesorería y 9 pb en los preferenciales, cuyos niveles en el mismo orden se ubicaron en 9,3%, 5,7% y 6,6%. La tasa de interés para crédito a constructores fue la única que se mantuvo estable en alrededor de 9,9%, como viene sucediendo desde junio (Gráfico 46).

En términos reales, las tasas de interés de colocación se han situado en niveles que se pueden calificar como

Gráfico 46
Tasas de interés de la cartera comercial



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

históricamente bajos. En diciembre de 2010 la tasa real de los créditos ordinarios alcanzó el menor registro de la serie (6,3%). Para la misma fecha la tasa de consumo se ubicó en 13,6%, 11 pb por encima de su mínimo histórico. Las restantes superan sólo en cerca de 60 pb a sus mínimos correspondientes (Cuadro 5).

3. Precios de los activos

En teoría, el precio de un activo puede ser separado en dos componentes, uno determinado por los fundamentales económicos y otro que refleja comportamientos especulativos o irracionales¹¹. En este contexto, tanto la respuesta de política monetaria como el instrumento

por utilizar podrían ser distintos, de acuerdo con el componente que prime sobre los movimientos en el precio del activo.

Cuadro 5
Tasas reales de interés
(con IPC sin alimentos)

	Fecha del mínimo	Mínimo registrado (porcentaje)	Valor actual Dic-10
Comerciales			
Ordinaria	Dic-10	6,3	6,3
Preferencial	Feb-00	3,1	3,6
Tesorería	Sep-03	2,2	2,8
Construcción	Ago-06	6,3	6,9
Hogares			
Consumo	Mar-00	13,5	13,6
Hipotecaria	Ene-07	9,2	9,8
Tarjeta	Mar-00	14,0	17,7
DTF	Jul-92	(2,4)	0,7
Activa	Dic-10	5,7	5,7

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

Algunos autores sugieren que una política monetaria “estándar” debería responder sólo en la medida en que los movimientos contengan información sobre la senda futura de inflación o del producto, pero nunca a los precios de los activos como

11 Glenn D. Redebusch (2005). “Monetary Policy and Asset Price Bubbles”, Economic Letter 2005, Federal Reserve Bank of San Francisco, núm. 18, agosto 5.

Cuando se han presentado fuertes flujos de capitales, el sistema financiero suele multiplicar el efecto que tienen sobre los precios de los activos y la demanda agregada, mediante incrementos significativos en el crédito.

tal. Otros aconsejan una política menos ortodoxa que responda a movimientos del componente especulativo, con el fin de evitar posibles burbujas y sus efectos negativos sobre la estabilidad financiera¹².

En el caso de países en desarrollo la experiencia muestra que, cuando se han presentado fuertes flujos de capitales, el sistema financiero suele multiplicar el efecto que tienen sobre los precios de los activos y la demanda agregada, a través de incrementos significativos en el crédito. Esto último, además de contribuir a las burbujas, aumenta la vulnerabilidad de los organismos de crédito. De aquí la importancia de mantener un análisis del efecto conjunto que puede tener la expansión abrupta de los flujos de capital, del crédito y de los precios de los activos sobre la estabilidad financiera de una economía.

Tenjo y López (2010), en su trabajo aplicado a algunos países de América Latina¹³, encontraron que en el 60% de los casos el identificar flujos atípicos de capital anticipa con un rezago de un año las crisis financieras. Similar porcentaje se obtuvo con la brecha de crédito, pero esta variable dio una tasa más alta de señales falsas (muestra alerta, pero la crisis no ocurre). La combinación de las dos variables tuvo el mayor poder de pronóstico de crisis financieras para un horizonte de dos o tres años y además minimizó la relación ruido-síñal¹⁴.

Para Colombia la nueva información en materia de precios de los activos muestra que, en septiembre de 2010, el índice de precios de la vivienda usada (IPVU)¹⁵ continuó acelerándose y se aproximó al máximo histórico alcanzado en 1997. El indicador de precios de la vivienda que calcula el Departamento Nacional de Planeación (DNP) también registró una tendencia creciente a septiembre, pero todavía se encuentra en un nivel muy inferior a su mayor registro, observado en 1995 (Gráfico 47).

El IGBC en los últimos tres meses mostró desvalorizaciones.

El IGBC, que había presentado una tendencia creciente a lo largo de 2010, en los últimos tres meses mostró desvalorizaciones y se alejó de su máximo histórico (registrado a inicios del pasado noviembre) (Gráfico 48). Este cambio en la tendencia

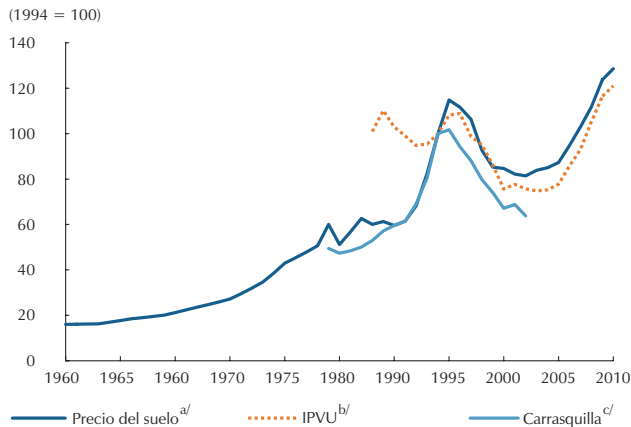
12 Frederic Mishkin (2008). "How should we respond to Asset Price Bubbles?", discurso pronunciado en The Wharton Financial Institution Center, mayo 15, núm. 7; Charles L. Evans (2009). "Should Monetary Policy Prevent Bubbles?", discurso pronunciado en conferencia organizada por el Banque de France y la Federal Reserve Bank of Chicago, París, noviembre 13; Nouriel Roubini (2006). "Why Central Banks Should Burst Bubbles", *International Finance*, Blackwell Publishing, vol. 9, núm. 1, pp. 87-107.

13 Fernando Tenjo Galarza, Martha Rosalba López Piñeros (2010). "Early Warning Indicators for Latin America", *Borradores de Economía*, Banco de la República, núm. 608, junio. Para países desarrollados y con un rezago similar, la mejor combinación fue las brechas de precios de activos y crédito. Véase C. Borio y M. Drehmann (2009a). "Towards an Operational Framework for Financial Stability: 'fuzzy' Measurement and its Consequences," *BIS Working Papers*, núm. 284, Bank for International Settlements. Borio, C. y Drehmann, M. (2009b). "Assessing the Risk of Banking crises – revisited", *BIS Quarterly Review*, marzo, pp. 29-46. Bank for International Settlements.

14 Obtener bajos porcentajes en los cuales muestra una alerta y no ocurre la crisis (ruidos) y altos porcentajes de alerta junto con una crisis que sí termina presentándose (señal).

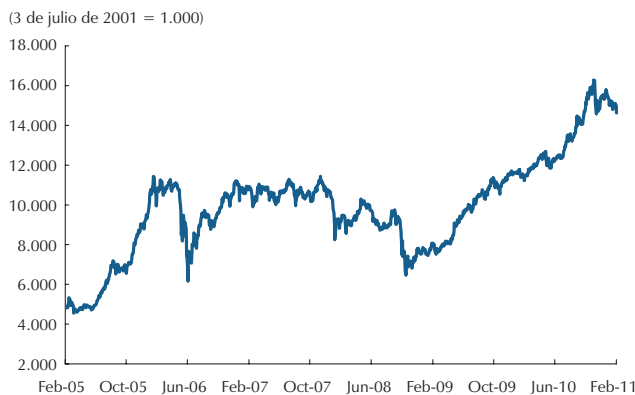
15 Fuente Banco de la República.

Gráfico 47
Precios del suelo y la vivienda en Bogotá



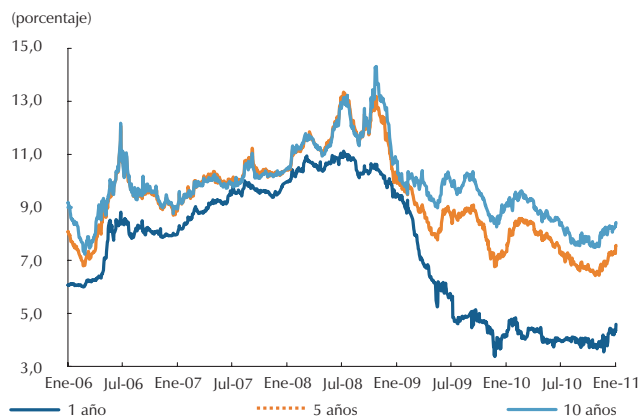
a/ Precio del suelo en Bogotá.
b/ Índice de precios de vivienda usada.
c/ Precios de la vivienda nueva y usada.
Fuentes: Lonja de Bogotá; cálculos del Banco de la República y Carrasquilla, Galindo y Patrón (1994) "Endeudamiento e inflación de activos en Colombia". XIV Simposio sobre mercado de capitales (Asobancaria - Banco de la República).

Gráfico 48
IGBC



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Gráfico 49
Tasas de interés TES cero cupón



Fuentes: Sistema Electrónico de Negociación (SEN) y Mercado Electrónico Colombiano (MEC).

se explica en mayor medida por factores como: la mayor perspectiva de oferta de acciones¹⁶, el menor crecimiento económico registrado frente al pronosticado y por el incremento en el riesgo internacional.

Los anteriores factores, junto con la percepción de los agentes de mayor gasto público (generada, en parte, por la necesidad del Gobierno de atender los daños ocasionados por la ola invernal), también afectaron el rendimiento de los títulos de deuda pública (TES). El incremento de la inflación y de sus expectativas también contribuyó a la desvalorización de los TES (Gráfico 49).

Cuando se actualiza el trabajo de Tenjo y López con la nueva información, la combinación de las brechas de flujos de capital y de crédito anticipa en 1997 la crisis financiera en Colombia que terminó ocurriendo dos años después. Estas variables generaron la misma alerta en 2007, pero al parecer las políticas macroprudenciales, junto con los efectos de la crisis internacional de finales de 2008, contribuyeron para que los flujos de capital y el crédito redujeran sus niveles. Los cálculos no muestran señales de alerta temprana en 2010, a pesar de que las variables volvieron a presentar una tendencia creciente.

Con el propósito de tener una mejor estimación de las tendencias de largo plazo, el equipo técnico del Banco analizó series más largas para el crédito y los flujos de capital en Colombia. También se incluyó el precio de la tierra en Bogotá (1962-2008)¹⁷, y se descartó el IGBC ya que en Tenjo y López dicha serie generaba un porcentaje de señales falsas muy altas. Para identificar los datos atípicos de las series, en cada una de ellas se

16 A finales de 2010 el Gobierno anunció la venta del 10% de su propiedad de Ecopetrol para atender obras de infraestructura vial y daños en las obras civiles generados por el invierno. Ecopetrol, por su parte, informó que emitiría un 10% de acciones para financiar sus proyectos de inversión.

17 Fuente: Lonja de Propiedad Raíz de Bogotá. Serie construida a partir de los documentos históricos de la institución. El índice es de tipo encadenado y se construyó agregando las diferentes zonas de avalúo según el valor de cada zona (precio avalúo por área). Debido a su alta correlación con el IPVU, los años 2009 y 2010 se estimaron con la variación de este último índice.

calculó un intervalo de confianza, de tal suerte que los puntos fuera de dicha franja se consideraban estadísticamente altos o bajos.

El análisis estadístico muestra que cuatro años antes de la crisis financiera de 1999, los precios de la tierra en Bogotá ya registraban niveles atípicamente altos. Como en Tenjo y López, las brechas de flujos de capital y de crédito también presentaron señales de alerta, pero un año antes (desde 1996). Con respecto a la década pasada, estas variables muestran niveles elevados en 2007, pero a diferencia de Tenjo y López, no llegan al rango considerado como estadísticamente “atípico”. La mayor longitud en las series utilizadas y su efecto sobre el filtro que se aplicó, podrían ser la fuente de dichas diferencias.

III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

El crecimiento mundial seguirá siendo importante, explicado por el dinamismo de países emergentes y por un mejor comportamiento de las economías desarrolladas.

Los precios de las materias primas permanecerán altos, permitiendo unos niveles de términos de intercambio elevados.

Para 2011 se prevé que la economía colombiana crecerá entre 3,5% y 5,5%, jalonada por el dinamismo de la demanda interna.

A pesar de los choques transitorios observados, con una alta probabilidad la inflación al consumidor continuará en 2011 dentro del rango meta.

A. CONTEXTO INTERNACIONAL

Durante el cuarto trimestre la economía mundial mostró un mayor dinamismo que el registrado en el tercero. Este comportamiento fue impulsado tanto por las economías desarrolladas como por las emergentes. El mejor desempeño en las economías desarrolladas provino de una expansión en las exportaciones mayor a la esperada, y en el caso de los Estados Unidos también por un crecimiento considerable del consumo de los hogares. Para las emergentes el mejor desempeño provino de la demanda interna, que se expandió a tasas elevadas. Aún así, tal dinámica continúa siendo dispar entre ambos grupos.

Todo lo anterior permitió que el pronóstico para 2010 fuera elevado. En dicho año el crecimiento mundial, según el FMI, habría sido de 5,0%, cifra significativamente superior al registro de 2009 y se espera que en 2011 la tasa de expansión sea cercana a 4,4%. Dentro de este resultado se contempla una dinámica económica de los emergentes de 6,5%, mientras que los desarrollados lo harían a 2,5% (Gráfico 50).

Gráfico 50
Crecimiento mundial
(variación anual)

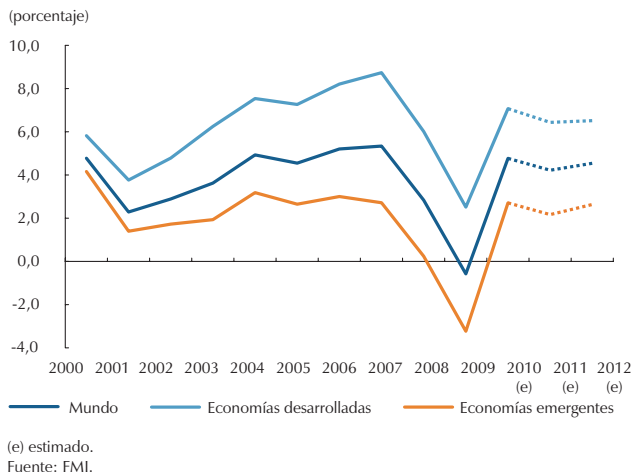
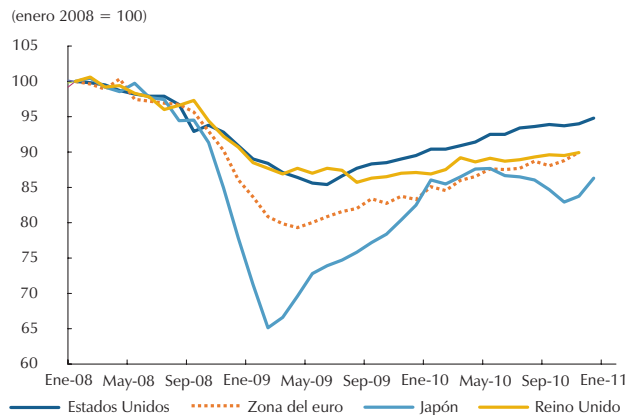
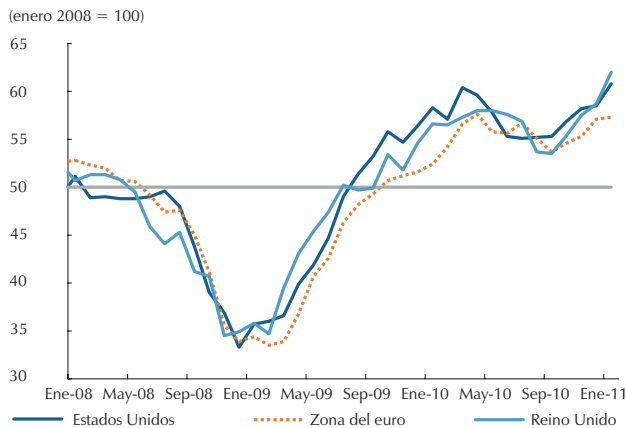


Gráfico 51

A. Índice de producción industrial en algunas economías desarrolladas



B. PMI^{a/} para algunas economías desarrolladas



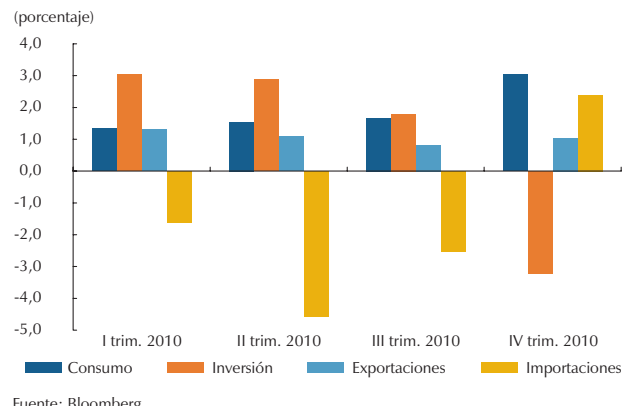
a/ PMI: purchasing managers index.
Fuente: Bloomberg.

Los pronósticos del FMI y los que se presentan más adelante tienen en cuenta que a diciembre los indicadores de actividad real han mejorado, pero aún muestran algunos signos mixtos. Por una parte, los indicadores de producción industrial crecen a un ritmo bajo desde hace varios meses, mientras que en el mismo período el sentimiento de los industriales ha mejorado de manera importante (Gráfico 51). Para el caso del comercio, tanto interno como externo, se ha visto una reactivación considerable, principalmente en los Estados Unidos y Alemania.

Así, con cifras preliminares para el cuarto trimestre, la economía estadounidense creció 3,2% trimestre anualizado (t/a), luego de haberlo hecho a 1,7% y 2,6% t/a en los dos trimestres anteriores. El resultado para finales de año se explicó por el dinamismo del consumo y una mejora importante en la demanda externa, con un incremento en las exportaciones y caída en las importaciones (Gráfico 52). Por otra parte, el aporte de la inversión en tal lapso fue negativo, explicado por una caída en la variación de inventarios que había contribuido al crecimiento en lo corrido del año. Para el año completo la economía se expandió a una tasa de 2,9% anual, superior a lo esperado por el mercado y el Banco.

Por su parte, en 2010 las economías del Reino Unido y la zona del euro crecieron 1,7% y 1,8% luego de haberlo hecho en 2009 a -4,9% y -4,1% respectivamente. Dentro de la zona del euro el desempeño económico continúa siendo dispar; por una parte,

Gráfico 52
Contribución al crecimiento de los principales componentes del PIB en los Estados Unidos



En las economías desarrolladas la actividad mejoró, pero el desempleo y la confianza aún son una preocupación.

Alemania muestra un fuerte dinamismo con una tasa de crecimiento anual de 3,6%, y por otra las economías de la periferia registran un mal desempeño con la producción estancada. Para Japón el registro de 2010 habría rondado 4,5%, aunque cabe resaltar que la nipona fue la economía desarrollada que más sufrió el impacto de la crisis financiera, con una contracción en 2009 de 6,3%.

Así las cosas, la recuperación en estas economías en 2010 se dio a tasas moderadas, teniendo en cuenta la magnitud de la caída de 2009. En parte, dicho comportamiento estaría asociado con la recomposición del balance por parte de los hogares y las empresas, y con el elevado grado de endeudamiento de los gobiernos desarrollados. Adicionalmente, en tales economías el mercado laboral continúa siendo la principal preocupación de las autoridades y en general de los consumidores. Las elevadas tasas de desempleo, producto de la crisis financiera, no ceden y completan cerca de dos años estancados en niveles elevados.

En los Estados Unidos, por ejemplo, las cifras de creación de empleo, a pesar de ser positivas para 2010, apenas registran un promedio de 80.000 nuevos empleos mensuales, incluyendo la expansión de la primera mitad del año para cubrir las necesidades del censo realizado. Con estas cifras de creación bajas, la tasa de desempleo se mantuvo en niveles superiores al 9%, y lleva 23 meses por encima de 8% (Gráfico 53). Asimismo, las peticiones de seguros de desempleo se mantienen elevadas y superan los 400 mil en promedio semanal. Todo lo anterior continúa afectando el sentimiento y las expectativas de los consumidores, como se aprecia en diversos indicadores de confianza que permanecen en niveles por debajo de sus promedios históricos (Gráfico 54).

Otro factor que eleva la incertidumbre está asociado con la situación de deuda pública en Europa. Si bien hasta el momento las autoridades han contado con la capacidad para hacer frente a la situación, en caso de complicarse aún más y de estar comprometida una economía más grande (como el caso de España o Italia), el problema claramente tomaría una nueva dimensión que podría poner en riesgo no sólo la estabilidad en la región sino también repercutir mundialmente. Ahora bien, para el caso particular de los Estados Unidos la situación es moderadamente menos incierta en 2011. En esa economía las autoridades han puesto en marcha programas tanto monetarios como fiscales que han permitido mejorar el desempeño esperado para este año; sin embargo no se descartan efectos de mediano y largo plazos sobre

Gráfico 53
Tasa de desempleo en las economías desarrolladas

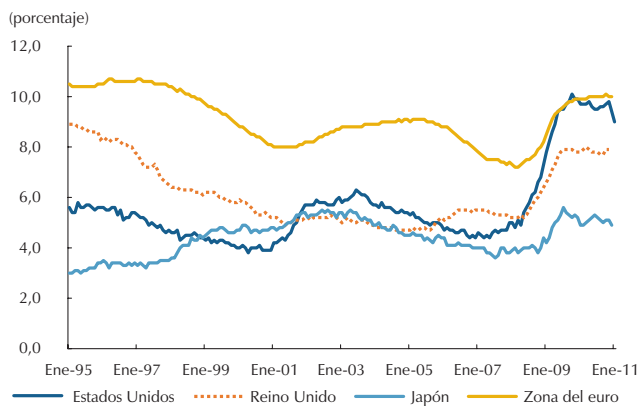
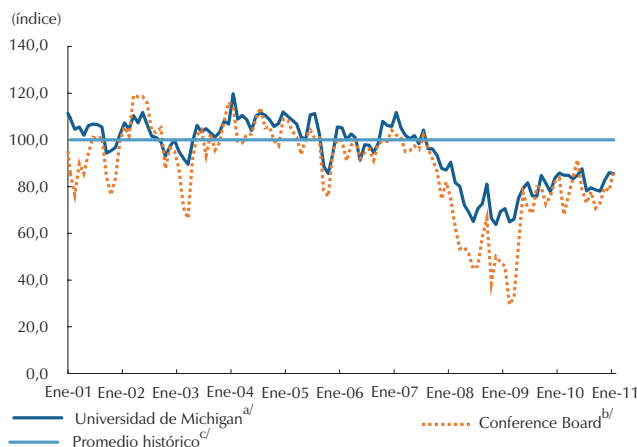


Gráfico 54
Sentimiento y confianza de los consumidores en los Estados Unidos



a/ Índice de sentimiento del consumidor.

b/ Índice de confianza del consumidor.

c/ Los datos fueron reescalados para que su promedio histórico fuera igual a 100.

Fuente: Bloomberg.

Las economías emergentes lideran la recuperación mundial y continuarán haciéndolo en 2011.

la estabilidad macroeconómica cuando el Gobierno requiera retirar los estímulos que le ha brindado a la economía.

En cuanto a las economías emergentes, éstas continúan liderando la recuperación mundial. En 2010 habrían crecido a una tasa superior al 7%, liderada por una expansión anual en China e India de 10,3% y 9,7%, respectivamente, sumado a un desempeño dinámico en América Latina (Gráfico 50). En 2010 este comportamiento se habría logrado en especial por la recuperación en exportaciones, y por la dinámica de la inversión y del consumo. Con la información disponible al cuarto trimestre se observa un comportamiento sobresaliente de las ventas al por menor, de las exportaciones y, en la mayoría de casos, de la producción industrial.

Dado el contexto anterior, para este informe se incrementaron levemente los pronósticos de crecimiento para nuestros socios comerciales para 2011. Para los Estados Unidos se pasó de un 2,0% en el informe anterior a estimar un 2,7% en este informe. Esta proyección es la que más se ajustó, y que además, responde a los efectos de las políticas fiscales llevadas a cabo en los últimos meses de 2010, así como a la dinámica que viene exhibiendo la economía. Para Europa se pasó de un pronóstico de 1,4% a uno de 1,5%. Por su parte, las proyecciones de los países emergentes no se modificaron sustancialmente, y continúan mostrando una buena dinámica comparada con la de las economías desarrolladas (Cuadro 6).

Los precios de la mayoría de materias primas se incrementaron en 2010, con importantes repuntes a finales del año. Este comportamiento se puede atribuir a tres

Cuadro 6
Proyecciones de crecimiento de los socios comerciales

Proyecciones de crecimiento de los socios	2009	Proyecciones 2010		Proyecciones 2011	
		Escenario de menor crecimiento	Escenario de mayor crecimiento	Escenario de menor crecimiento	Escenario de mayor crecimiento
Principales socios					
Estados Unidos	(2,6)		2,9	2,2	3,2
China	9,1		10,3	8,5	9,5
Zona del euro	(4,1)	1,6	1,8	1,2	2,0
Venezuela	(3,3)	(2,5)	(1,5)	0,5	2,5
Ecuador	0,4	2,0	2,6	2,0	3,4
Otros socios					
Japón	(5,2)		4,3		1,5
Perú	0,9		8,3		6,0
México	(6,5)		5,2		3,5
Chile	(1,5)		5,0		6,0
Argentina	0,9		7,5		4,0
Brasil	(0,2)		7,5		4,5
Países desarrollados	(3,2)		3,0		2,5
Países en desarrollo	2,5		7,1		6,5
Total mundial	(0,6)		5,0		4,4

Fuentes: Datastream, Consensus Forecast, FMI y Banco de la República

Gráfico 55
Precio internacional del petróleo WTI^{a/}



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

causas generales: i) el buen crecimiento observado, sobre todo de los emergentes; ii) algún grado de especulación, producto tanto del incremento en la percepción de riesgo causado por los problemas en Europa como de la abundante liquidez mundial (véase capítulo II), lo cual se concentra principalmente en petróleo y oro, y iii) los diversos choques de oferta que enfrentó el mundo en la segunda mitad del año, como las sequías en Rusia, las inundaciones en Asia, Latinoamérica y Australia, y el fuerte invierno registrado en el hemisferio norte (Gráfico 55).

Para 2011 se espera que el dinamismo de las economías emergentes continúe y que algunas desarrolladas muestren mayor solidez. Estos hechos, junto con las

restricciones de oferta mencionadas también (que tendrían efectos en este año), presionarían al alza los precios de los principales productos exportados por Colombia. Así, en el escenario más probable de este informe se espera que el precio promedio del petróleo West Texas Intermediate (WTI) se sitúe alrededor de US\$92 el barril, un incremento de 15,9% frente al registro de 2010, con un rango entre US\$87 y US\$97. Un comportamiento similar se estima para los precios de otros productos exportados por Colombia (Cuadro 7); de esta manera, para todo 2011 se espera que los términos de intercambio para Colombia continúen en niveles elevados, e incluso se incrementen frente a los registros de 2010.

Cuadro 7
Pronósticos de los bienes básicos exportados por Colombia

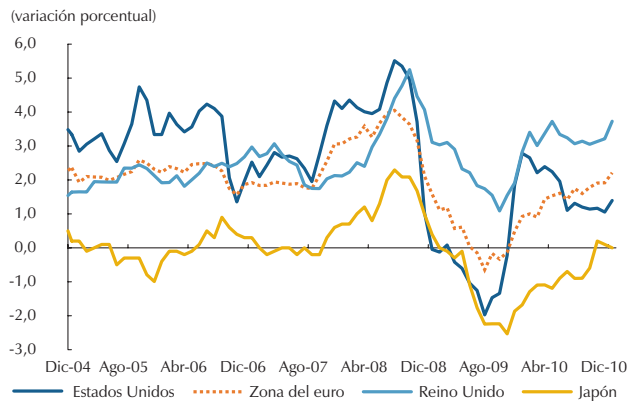
	2009	2010	Proyecciones 2011 ^{a/}	
			Escenario A	Escenario B
Principales socios				
Café (<i>ex dock</i>) (dólares por libra)	1,7	2,2	1,9	2,3
Petróleo WTI (dólares por barril)	62,0	79,4	87,0	97,0
Petróleo colombiano (dólares por barril)	56,2	76,3	81,3	91,6
Carbón (dólares por tonelada)	80,2	86,0	92,0	102,0
Ferróníquel (dólares por libra)	1,9	2,2	2,2	2,6
Oro (dólares por onza troy)	929,0	1.225,0	1.300,0	1.500,0

a/ Los escenarios A y B corresponden al rango inferior y superior de pronóstico, respectivamente.
Fuente: cálculos del Banco de la República.

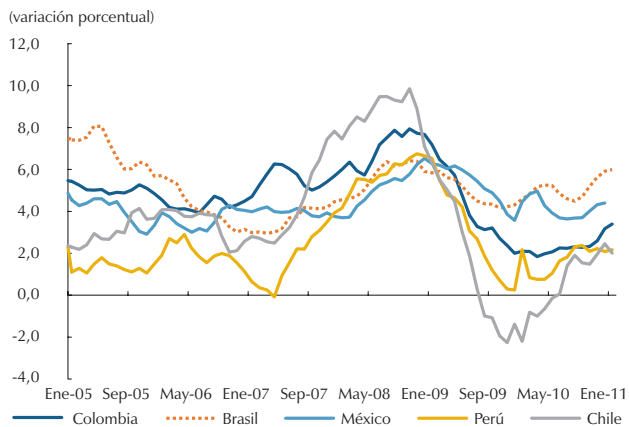
En materia de inflación al consumidor, 2010 cerró con registros bajos en la mayoría de economías desarrolladas (Gráfico 56, panel A), incluso a pesar de los incrementos en los precios de alimentos internacionales y de los energéticos hacia

Gráfico 56

A. Inflación en las economías desarrolladas



B. Inflación en Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

la segunda mitad del año. A su vez, la inflación básica también permanece en niveles bajos en la mayoría de esos países. En el caso de los Estados Unidos los temores de deflación que habían surgido a lo largo del año se han disipado parcialmente. En Asia y América Latina la inflación ha comenzado a tomar un papel importante en las decisiones de política (Gráfico 56, panel B), con presiones provenientes nuevamente de los alimentos (como en 2007), y en el contexto de una demanda interna expandiéndose a tasas elevadas.

Cabe resaltar que los pronósticos anteriores de crecimiento cuentan con un amplio grado de incertidumbre y tienen un riesgo, no despreciable a la baja, que estaría asociado con los problemas de deuda pública en Europa y con la efectividad de las políticas tanto monetarias como fiscales en los Estados Unidos. Por otra parte, en las presentes proyecciones aquí contenidas no se han contemplado los efectos de los problemas políticos y sociales que enfrentan algunas naciones árabes emergentes, que podrían tener impactos considerables en la percepción del riesgo mundial, así como en las cotizaciones de los precios internacionales del petróleo.

B. BALANZA DE PAGOS

La proyección de la balanza de pagos para el año 2010 considera una ampliación del déficit en cuenta corriente con respecto a la estimación presentada en el informe de inflación de septiembre. El nuevo rango de proyección del déficit en cuenta corriente para el año 2010 se ubica entre 2,9% y 3,3% del PIB. En efecto, aquél pasó de representar el 2,1% del PIB durante el primer semestre del año a ser 4,6% en el tercer trimestre.

Lo anterior estuvo relacionado con un mayor déficit comercial de bienes, originado principalmente en la aceleración de las importaciones, las cuales aumentaron de 17,4% anual en promedio para los dos primeros trimestres de 2010 a 28% anual durante el tercer trimestre del año (en particular, por las compras de bienes de capital). Por su parte, las exportaciones de bienes exhibieron un menor ritmo en el tercer trimestre (16% anual) en relación con el observado en promedio durante los dos trimestres anteriores (23% anual). Este comportamiento se debió a las menores exportaciones de café y carbón, las cuales se vieron afectadas por las fuertes lluvias que se registraron durante este período.

De esta forma, al tercer trimestre la balanza de pagos del año registró un déficit en cuenta corriente de US\$6.212 m (3,0% del PIB acumulado a septiembre), superior

En el tercer trimestre de 2010 el déficit en cuenta corriente fue de 4,6% del PIB, y para todo el año se ubicaría entre 2,9% y 3,3%.

al del mismo período de 2009 (US\$3.426 m, 2,0% del PIB). Este aumento se originó en unos egresos corrientes (US\$8.049 m) mayores a los ingresos corrientes (US\$5.263 m). Los primeros se explican por el incremento en la remisión de utilidades de las empresas con inversión extranjera en el país (30,6% anual) y por el crecimiento de 21,2% 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 (20,4%), mientras que los ingresos netos obtenidos por transferencias corrientes cayeron 5,4%, debido a la reducción de las remesas de trabajadores (-4,6% anual). El déficit corriente a septiembre se financió ampliamente con los recursos de deuda externa neta privada y pública, y, en menor medida, con entradas netas de inversión extranjera directa (IED), contabilizándose un superávit de la cuenta financiera de US\$8.068 m (3,8% del PIB a septiembre).

Además de los resultados anteriores, para la proyección de la balanza de pagos 2010 se consideraron los siguientes supuestos: i) un crecimiento de la economía colombiana entre 3,7% y 4,1%; ii) una recuperación de nuestros socios comerciales (entre 3,0% y 3,4%); iii) unos mejores precios internacionales de los principales productos exportados con respecto a los observados el año anterior; iv) unos ingresos por transferencias corrientes¹⁸ que crecerían entre 3,8% y 4,8%; v) una IED bruta mayor a la observada en 2009, y vi) un endeudamiento externo neto del sector público (sin Ecopetrol) alrededor de US\$3.200 m.

Así las cosas, las importaciones en dólares podrían crecer entre 22% y 23% en términos anuales, y las exportaciones lo harían entre 18,7% y 19,1%, dependiendo principalmente de la recuperación de las ventas hacia otros destinos diferentes a Venezuela y del comportamiento de los precios de los productos básicos. De esta forma, para el año 2010 se espera una ampliación del déficit en cuenta corriente frente a lo registrado en el año 2009. En efecto, pasaría de ser 2,1% del PIB a ubicarse en un rango entre 2,9% y 3,3%, el cual se espera sea financiado por entradas de IED y por recursos externos de los sectores privado y público.

Para 2011 se contemplan varios escenarios de la balanza de pagos, dependiendo tanto del comportamiento esperado de los precios internacionales de los productos exportados, como del PIB de los Estados Unidos, Venezuela y Colombia entre otros. Así mismo, se considera una IED neta mayor a la proyectada para 2010 y un nivel de endeudamiento externo del sector público (sin Ecopetrol) mayor que el del año pasado, y que toma en cuenta la información del *Plan Financiero de 2011* del Ministerio de Hacienda y Crédito Público. En cuanto a la balanza comercial, se espera un crecimiento tanto de las importaciones como de las exportaciones (en dólares) menor al contemplado para 2010. Así las cosas, el déficit en cuenta corriente para el año 2011 podría ubicarse entre 3,0% y 3,4% del PIB, el cual seguiría siendo financiado en gran parte por entradas de IED y por recursos externos del sector público.

Para 2011 se espera que el déficit se ubique entre 3,0% y 3,4%

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

En 2011 la economía colombiana mantendría una buena dinámica.

C. CRECIMIENTO INTERNO

Para 2011 se prevé, en términos generales, que mejorarán las condiciones externas e internas que permitieron que el año pasado la economía colombiana se mostrara dinámica. En el frente externo se espera un mejor desempeño de las economías desarrolladas, en particular de los Estados Unidos, el principal socio comercial colombiano. De igual forma, a pesar de la disparidad en la recuperación observada en Europa, en donde los problemas de deuda soberana mantienen un alto nerviosismo entre los analistas, se prevé que países como Alemania y Francia continúen jalando el crecimiento de la región. Al tiempo, a pesar de que se espera que algunas economías emergentes moderen su actividad económica, su ritmo de expansión continuará siendo dinámico. Así las cosas, el mejor desempeño de la economía global, en un contexto donde el crecimiento de los países desarrollados no dependerá tanto de las ayudas estatales como de la inercia de la reactivación de sus aparatos productivos, contribuirá en gran medida a dinamizar la demanda por los productos de exportación de los países emergentes, incluido Colombia. Asimismo, la mayor demanda ejercerá presiones alcistas sobre los precios de las materias primas, lo cual tendrá repercusiones para el ingreso de los países exportadores de dichos bienes. Por ende, se prevé que los términos de intercambio del país, incluso en el escenario más pesimista, se mantendrán por encima de los niveles observados en 2010, los cuales pueden considerarse históricamente altos.

En el frente interno, y a pesar de que se espera que la demanda externa se muestre más dinámica, el consumo y la inversión continuarían siendo los principales promotores del crecimiento para este año. En particular, el desempeño del consumo privado seguirá soportado por un nivel de confianza de los hogares relativamente alto, a pesar de sus caídas a finales de 2010. También por la adecuada disponibilidad de crédito a unas tasas de interés todavía en niveles bajos, sumado a una mejora prevista en el mercado laboral. La inversión en capital fijo, por su parte, mostraría una expansión superior a la del año pasado por cuenta de una mayor adquisición de activos para la industria, por la reactivación de la construcción de edificaciones y por el continuo aumento de los recursos invertidos al sector minero, pero sobre todo por el empuje que brindarían las obras de infraestructura dentro del programa de reconstrucción tras la ola invernal.

Como es usual, en el presente informe se realizó un ejercicio de pronóstico para el crecimiento de la economía en 2011, el cual tiene en cuenta los supuestos en tres escenarios para las variables externas mencionadas en la presente y anterior secciones. Adicionalmente, se consideraron los siguientes supuestos para las obras civiles y el consumo del Gobierno:

- *Escenario de menor crecimiento:* donde se supone que el consumo del Gobierno en 2011 se expandiría a una tasa cercana al 2,5%, mientras que la inversión en obras civiles lo haría a una de alrededor de 3%.
- *Escenario base:* en este caso el gasto del Gobierno crecería cerca de 3,5%, similar al promedio de la serie desde 2001; la inversión en obras civiles, por su parte, se expandiría a una tasa levemente superior al 5%.

El consumo y la inversión continuarán siendo los principales promotores del crecimiento en 2011.

El consumo de los hogares crecería por encima del promedio histórico, en parte impulsado por el gasto en bienes durables.

- *Escenario de mayor crecimiento:* el consumo del gobierno y la inversión en obras civiles aumentarían a tasas de 4,5% y 7%, respectivamente; esto es, superiores a sus promedios antes de la crisis de 2009.

A continuación se resumen los principales resultados.

El consumo de los hogares, con excepción del escenario más pesimista, mostraría una aceleración en 2011 con respecto a 2010. De esta forma, este tipo de gasto seguiría exhibiendo tasas de crecimiento superiores a su promedio histórico. Por componentes, conviene destacar la fuerte dinámica que se registraría por segundo año consecutivo en la adquisición de bienes durables, en particular de automóviles. Adicionalmente, el gasto privado podría verse impulsado indirectamente por el programa del Gobierno de atención y reconstrucción de las zonas afectadas por la emergencia invernal, puesto que este tipo de choques de gasto en el corto plazo generan un efecto multiplicador sobre la demanda privada.

El consumo del Gobierno, como se mencionó, contribuiría positivamente al crecimiento del PIB para todo 2011 en los tres escenarios contemplados. Este impulso estará en parte asociado con el plan de atención y reconstrucción que plantea el Gobierno, sobre todo en su fase de atención alimentaria, de alojamiento y salubridad, que se observaría en principio durante el primer semestre del año, y en parte al ciclo político asociado con la finalización de los mandatos locales, lo que comúnmente acelera el gasto.

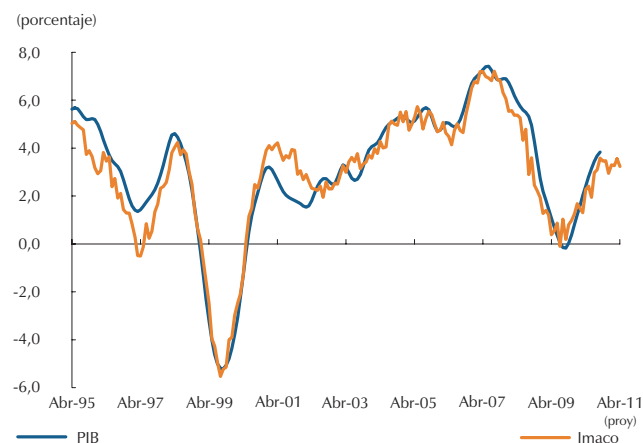
Por otro lado, para 2011 se espera una importante dinámica en la inversión en capital fijo. Este agregado, que aceleraría su tasa de crecimiento con respecto a 2010, estaría impulsado en buena medida por el desempeño de la inversión en obras civiles. De esta forma, para este año se espera un incremento en la construcción de vías, puentes, túneles y redes de agua y electricidad en el marco del plan de reconstrucción y mitigación de riesgos propuesto por el Gobierno. Para la inversión diferente de obras civiles también se proyecta un buen comportamiento. Se prevé un mayor aporte de la inversión destinada a construcción de edificaciones, como resultado del avance otras etapas de las obras ya iniciadas en 2010, y de las labores de reubicación y reconstrucción de viviendas afectadas por las inundaciones. A su vez, se estiman expansiones sostenidas, aunque en menor magnitud que en 2010, en la inversión destinada a la industria, mientras que la que se dirigirá al sector petrolero se mantendrá aumentando a tasa similares a las registradas en 2010.

Tras el impacto de las lluvias, la inversión en capital fijo se aceleraría de la mano de la reconstrucción de la vivienda y de la infraestructura.

Entre tanto, las exportaciones volverían a mostrar un crecimiento anual similar al promedio que se registraba antes de la crisis, luego de dos años con tasas negativas o cercanas a cero. El favorable desempeño de las ventas externas estaría explicado principalmente por la mejora en la demanda internacional y, en menor medida por la recomposición de los destinos comerciales. Además, para este año no se sentiría los efectos del choque que produjo la ruptura del comercio con Venezuela, que resultó un lastre para el crecimiento de las exportaciones en 2010. Por todo lo anterior, se espera que al finalizar el presente año las exportaciones

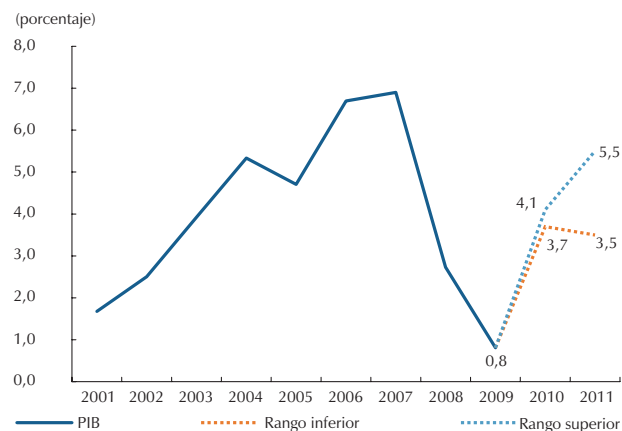
recuperen los niveles precrisis. Por su parte, las importaciones continuarían mostrando una expansión afín con la dinámica de la demanda interna.

Gráfico 57
Imaco: líder cinco meses del PIB



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

Gráfico 58
Rango de pronóstico del PIB para 2010 y 2011



Fuente: DANE; pronósticos del Banco de la República.

Por otro lado, teniendo en cuenta el comportamiento de diversos indicadores sectoriales adelantados, el índice líder mensual de la actividad económica en Colombia (Imaco) comienza a anticipar un crecimiento para el PIB de 2011 similar al del año pasado (Gráfico 57). No obstante, como se ha advertido en informes anteriores, la dinámica del Imaco puede no tomar en cuenta distintos factores que impulsan de manera particular el crecimiento en un año determinado, como lo fue el choque del comercio con Venezuela en 2010, o en esta oportunidad el efecto del programa de atención y reconstrucción del Gobierno sobre el crecimiento del PIB en 2011.

Con base en todos estos factores, en este informe se estima que para 2011 el crecimiento del PIB se ubicaría dentro del rango comprendido entre 3,5% y 5,5% (Gráfico 58), igual al proyectado en el informe anterior. Cabe anotar que varios modelos de pronóstico, que incorporan en alguna medida el efecto multiplicador del gasto público, indican que para este año la dinámica económica podría situarse en la mitad superior de este intervalo, lo que puede indicar cierto sesgo al alza en la estimación. Sin embargo, el nivel de incertidumbre aún es elevado, por lo que el intervalo propuesto todavía maneja una distribución de probabilidad equilibrada.

D. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

1. Pronósticos

En el cuarto trimestre de 2010 se comenzaron a materializar dos de los riesgos alcistas sobre la inflación, que fueron identificados en el informe trimestral de septiembre. El primero de ellos corresponde al aumento de los precios internacionales de los combustibles y alimentos por encima de lo previsto, y el segundo es el impacto del fenómeno de La Niña, que con lluvias muy intensas afectó la oferta agropecuaria y produjo incrementos en los alimentos perecederos mayores que los observados en pasados períodos similares.

En principio, en este informe se considera que estos choques son de naturaleza transitoria y, por tanto, que su efecto directo en precios se extenderá sólo por unos cuantos trimestres. Sin embargo, puesto que afectan las expectativas, su impacto

Los choques alcistas observados sobre la inflación serían principalmente transitorios.

indirecto sobre la inflación tiende a prolongarse en el tiempo. Adicionalmente, en el caso de los precios internacionales de materias primas, cabe la posibilidad de que las alzas se prolonguen por más tiempo de lo considerado en el presente documento, haciendo que en la práctica tengan efectos directos permanentes sobre la inflación, tal como sucedió en el período 2006-2008.

Al tener en cuenta estas nuevas circunstancias, las sendas centrales de pronóstico para la inflación total al consumidor y para la inflación sin alimentos aumentaron en alguna magnitud con respecto a lo presentado en el informe anterior. En la actualidad, dicha senda se encuentra más cerca del punto medio del rango meta de largo plazo (entre 2% y 4%) a diferencia de lo que acontecía hace tres meses, cuando la inflación al consumidor se mantenía en la parte inferior de ese intervalo. Así mismo, se esperan algunas alzas en la inflación anual total en la primera mitad del año, que se revertirían hacia el segundo semestre.

Por canastas del IPC, el cambio más notorio en los pronósticos sucedió en la de alimentos, porque es allí donde golpean directamente los choques exógenos que se hicieron presentes en el cuarto trimestre de 2010 y donde, además, se presentó la subestimación más fuerte para el último bimestre. En la nueva senda de pronóstico, la variación anual de alimentos tendería a aumentar durante la primera mitad del año, manteniéndose por encima del techo del rango meta, por lo menos hasta el tercer trimestre; sin embargo, deberá ceder un poco hacia el cuarto trimestre y el año siguiente converger al punto medio del intervalo, aunque siempre por encima de lo proyectado en el informe trimestral de septiembre.

El comportamiento de los precios de los alimentos estaría explicado por dos factores. En primer lugar, un aumento en los precios de los productos perecederos o en sus variaciones anuales, que obedece a una reducción de la oferta en relación con la demanda prevista. Los incrementos en estos precios desde finales de 2010 y durante los primeros meses de 2011 no es algo completamente inesperado, en la medida en que el ciclo normal de la oferta agrícola, con precios bajos durante buena parte del año pasado, así lo indicaba. Sin embargo, las fuertes lluvias ocasionadas por el fenómeno de La Niña durante el cuarto trimestre, junto con la posibilidad de que este evento climático se extienda hasta junio, acentuaron las alzas e incrementaron los pronósticos.

Aún así, en este informe se considera que los efectos de La Niña serán transitorios y que su influencia no se extendería más allá del segundo trimestre del año. Después de tal período la oferta agropecuaria deberá retornar a niveles normales, con lo cual se observará un alivio en las alzas de los precios de la subcanasta de alimentos perecederos.

La senda de inflación más probable para 2011 se ubica cerca del punto medio del rango meta.

El otro factor corresponde a aumentos en los precios de alimentos importados, como consecuencia de cotizaciones internacionales más altas previstas en este informe, frente al de septiembre. Como se mencionó en el primer capítulo, las presiones en los precios externos tienen su origen en tres fenómenos: el crecimiento de la demanda mundial, la caída de la oferta por choques climáticos en varios

Los precios internacionales de alimentos y otras materias primas, en 2011 se sostienen en los altos niveles alcanzados a finales de 2010.

países y una alta percepción de riesgo mundial. Aunque cabe esperar que los choques de oferta cedan en el transcurso del año, es muy probable que las presiones de demanda y la alta percepción de riesgo no desaparezcan, lo que mantendría los precios externos en niveles altos.

Así las cosas, para la senda central de inflación que se presenta en este informe se considera que los precios internacionales de alimentos y otras materias primas, incluido el petróleo, en 2011, se sostienen, en los altos niveles alcanzados a finales de año (véase la primera parte de este capítulo). En este escenario los precios internos de alimentos importados como cereales y aceites continuarán registrando algunas alzas que podrían extenderse a la segunda mitad del año. Por tanto, el impacto sobre la inflación al consumidor por cuenta de este fenómeno sería más prolongado que el proveniente de los precios de perecederos y mayor al que se estimó hace tres meses. Cabe señalar que la experiencia de los años 2006-2008 muestra que en Colombia la trasmisión de estos precios internacionales hacia los internos es lenta y depende mucho del comportamiento del tipo de cambio.

Otra circunstancia que afectaría los precios de alimentos, tanto importados como producidos localmente, es la incidencia que pueden tener los altos precios del petróleo en los costos de transporte y en la cotización de los insumos agrícolas. Éstos afectan especialmente a productos de bajo valor agregado, como los de origen agropecuario.

Los mayores precios internacionales previstos para el petróleo y el gas también afectaron en las proyecciones del IPC de regulados, aunque en menor medida. Es probable que los nuevos niveles se transmitan en alzas en los precios internos de los combustibles y el gas domiciliario, los cuales superarían el rango meta de inflación y a las previsiones contempladas en el informe de septiembre. No obstante, otros componentes del IPC de regulados, como las tarifas de energía eléctrica, podrían tener pocos reajustes debido al descenso en el precio en bolsa de dicho rubro en la segunda mitad de 2010, y el cual se trasladaría lentamente a la estructura de costos de las empresas generadoras y distribuidoras.

Por esta razón, la proyección para toda la canasta de regulados se alteró poco con respecto al escenario contemplado en septiembre. Aún se espera que su variación anual descienda lentamente en 2011, pero manteniéndose por encima del techo del rango meta. Para 2012 dicha tendencia continuaría. Lo anterior, siempre y cuando el tipo de cambio se mantenga en niveles similares a los observados en 2010.

La inflación de regulados se reduciría en 2011, pero se ubicaría por encima del techo del rango meta.

Un cambio significativo en los pronósticos ocurrió en el IPC de no transables sin alimentos ni regulados. La senda contemplada es ahora mayor que la de septiembre, manteniéndose por más tiempo en la mitad superior del rango meta, aunque conservando una tendencia decreciente. Esto se debe a que los precios de no transables tiene una persistencia importante, y además a que responden a los cambios en la brecha del producto (como indicador de presiones de demanda) y en las expectativas de inflación. Para este informe las estimaciones de brecha del producto apuntan a un cierre en dicha variable, un poco más rápido que el considerado en

El cierre más rápido de la brecha del producto y el aumento en las expectativas de inflación presionarían los precios internos.

el informe previo, de tal forma que hacia finales de 2011 se encontraría en terreno positivo (véase capítulo I). Esta modificación, aunque contribuye a elevar un poco los pronósticos, no supone un cambio sustancial en la percepción de que la economía todavía seguirá contando con algunos excesos de capacidad productiva y con un mercado relativamente holgado en buena parte de 2011 y que, por tanto, las presiones de demanda sobre precios serán limitadas. Si la economía sigue la senda de crecimiento prevista, la aparición de presiones de demanda sería más probable hacia finales de 2011 o comienzos de 2012.

Por el contrario, el aumento inesperado de la inflación en el último bimestre de 2010 y los choques sobre los precios de los alimentos anticipados para el primer semestre del año, aunque transitorios, sí han implicado un aumento en las expectativas de inflación, como se discutió en el capítulo 1 de este informe. Además, podrían seguir haciéndolo en el transcurso del año en la medida en que no se puede descartar alguna aceleración de la inflación al consumidor. Estas mayores expectativas, junto con la persistencia y la activación de los mecanismos de indexación, son las que explican el grueso del aumento de los pronósticos del IPC de no transables sin alimentos ni regulados. De todas maneras, las expectativas siguen alineadas con las metas de largo plazo.

Finalmente, la senda de transables sin alimentos ni regulados no cambió mucho en este informe, y todavía se espera que la variación anual se mantenga en terreno negativo a comienzos de año y que lentamente entre a terreno positivo, pero con ajustes bajos. Este pronóstico se sustenta en la estabilidad prevista para el tipo de cambio a lo largo de 2011, aunque debe señalarse que las expectativas más altas y la menor brecha han sesgado levemente hacia arriba dicho pronóstico frente al obtenido en el informe de septiembre.

Así las cosas, en 2011 y 2012 las presiones inflacionarias originadas en la demanda dependerán de dónde se sitúe el crecimiento del PIB, de acuerdo al rango estimado para dicha variable (3,5%-5,5%).

Adicionalmente, en 2011 la inflación en Colombia podría seguir afectada por choques de oferta agropecuaria y por los altos precios internacionales de los alimentos y los combustibles. Éstos, siendo en principio transitorios, podrían afectar permanentemente la inflación en la medida en que se transfieran a las expectativas y que afecten las negociaciones de precios y salarios mediante los diferentes mecanismos de indexación aún activos.

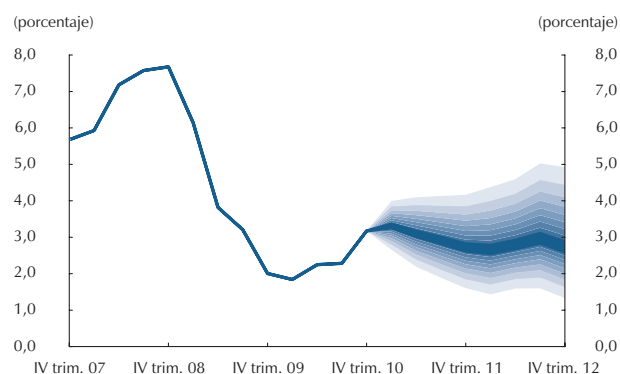
El balance de riesgos sobre la inflación indica una incertidumbre aún elevada, similar a la prevista en el informe anterior.

2. Balance de riesgos

El balance de riesgos estimado para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *Fan Chart* de los gráficos 59 y 60. Con respecto al informe anterior, el nuevo análisis muestra una amplitud similar en las bandas de pronóstico, lo que señala que no se perciben cambios en el nivel de incertidumbre que acompaña el pronóstico, el cual aún es alto en términos históricos. Por otro

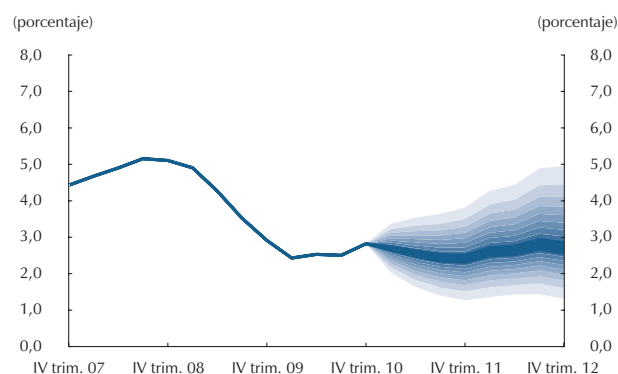
lado, el balance de riesgos es un poco más equilibrado en esta oportunidad, aunque todavía con un sesgo al alza. Varios de los riesgos que fueron identificados en el trimestre anterior se mantienen, como por ejemplo el del posible efecto inflacionario del fenómeno de La Niña sobre los precios de los alimentos y una dinámica del gasto interno mayor a la contemplada. Así mismo, en el campo externo la coyuntura y las perspectivas económicas continúan siendo particularmente inciertas, dada una combinación de fenómenos compleja cuyo resultado final es muy difícil de pronosticar.

Gráfico 59
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 60
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.

En particular, los principales riesgos al alza contemplados en este informe son:

- *Un aumento en el precio de los alimentos percederos mayor que el previsto, debido al efecto de una temporada de lluvias más intensa que lo normal por el fenómeno de La Niña.* Las fuertes precipitaciones podrían extenderse hasta el segundo trimestre de 2011, según diversos pronósticos de expertos internacionales en fenómenos climáticos. Cabe mencionar que la incorporación adecuada de este choque en los modelos de corto plazo de inflación se dificulta al no contar con información histórica suficiente que recoja otros episodios similares. Junto con esto, se debe tener en cuenta que en la última década ha sido cada vez más notorio el agudo papel distorsionador del cambio climático sobre los ciclos de producción, lo cual complica aún más la interpretación de los datos históricos. De todas maneras, el efecto directo de La Niña sobre los precios deberá ser transitorio y no se extendería más allá de este año. Sin embargo, puede existir un efecto permanente mediante un aumento de las expectativas de inflación y de las negociaciones salariales, sobre todo si las alzas de los precios son significativas.
- *Alzas mayores y más prolongadas en las cotizaciones internacionales del petróleo, otras materias primas y alimentos.* En el panorama internacional actual están dadas las condiciones para que las alzas continúen por un período prolongado: la oferta mundial de muchas materias primas es reducida

Los principales riesgos alcistas sobre la inflación provienen de los elevados precios internacionales, así como de aumentos en las expectativas de inflación.

por choques climáticos en diversos países, se prevé buen crecimiento de las economías emergentes y se observan mejores perspectivas de expansión en los Estados Unidos y, por último, la incertidumbre y percepción de riesgo es aún alta, todo lo cual favorece comportamientos especulativos en los mercados. La experiencia reciente de varios países en desarrollo, incluida Colombia, en especial la de los años 2006 a 2008, muestra que estas presiones externas pueden tener un impacto duradero y amplio sobre los precios internos. Estos riesgos se agudizarían si la estabilidad prevista del tipo de cambio no se materializa.

- *Un mejor comportamiento del gasto de los hogares y empresas que el contemplado en los escenarios de crecimiento interno.* La información disponible no permite descartar un mayor dinamismo del consumo debido, entre otras razones, a que es posible que se siga observando un fuerte incremento del crédito hacia los hogares, ya que el nivel de endeudamiento de estos todavía no es alto. Además, el sistema financiero tiene la capacidad para continuar con una expansión del crédito, incluso a una mayor tasa, en el caso de que se diera algún tipo de recomposición de sus portafolios de inversión. Por otro lado, el gasto público promete ser más dinámico en 2011 que en 2010 como resultado de los programas de asistencia y reconstrucción para atender las víctimas del invierno. Así, un crecimiento de la demanda mayor que el esperado podría originar algunas presiones alcistas en la inflación de no transables y en las expectativas de inflación.
- *Mayores presiones sobre precios internos debido a un alza en las expectativas de inflación de largo plazo y por la duración que aún presentan los mecanismos de indexación en Colombia.* Los choques sobre precios de alimentos y combustibles originados tanto en el país como en el exterior pueden trasladarse a las expectativas de inflación de largo plazo (como ha sucedido en el pasado), complicando el cumplimiento de las metas de inflación. La existencia de un gran número de mecanismos de indexación, estipulados en contratos de precios y salarios, serviría de mecanismo de transmisión. Al respecto, el ajuste del salario mínimo para 2011, a una tasa que se encuentra en el techo del rango meta y que es superior a la inflación observada de 2010 y a la de las expectativas de los analistas privados para 2011, podría ser un factor que juegue en contra de la moderación de las expectativas y, por ende, de la inflación. Algo similar puede suceder con el aumento de los precios de algunos bienes y servicios regulados. Cabe mencionar que por el momento las expectativas se encuentran ancladas y son coherentes con la meta de largo plazo del Banco.

El principal riesgo a la baja es:

Un posible menor dinamismo de la demanda mundial podría representar un riesgo a la baja.

- *Una desaceleración más pronunciada del crecimiento de los países desarrollados y su posible contagio sobre las economías emergentes.* La reciente volatilidad en los mercados financieros refleja que los problemas de deuda continúan siendo una amenaza para la expansión de estas economías,

aún más en un contexto de un mercado laboral deteriorado. Todo ello podría influir para debilitar la demanda externa, con el consiguiente efecto negativo sobre las exportaciones del país, los términos de intercambio y, en últimas, sobre el ingreso nacional disponible. Esto implicaría una menor dinámica, un cierre más lento de la brecha y menores presiones sobre la inflación interna. Lo anterior, siempre y cuando los efectos sobre la depreciación del peso no sean significativos.

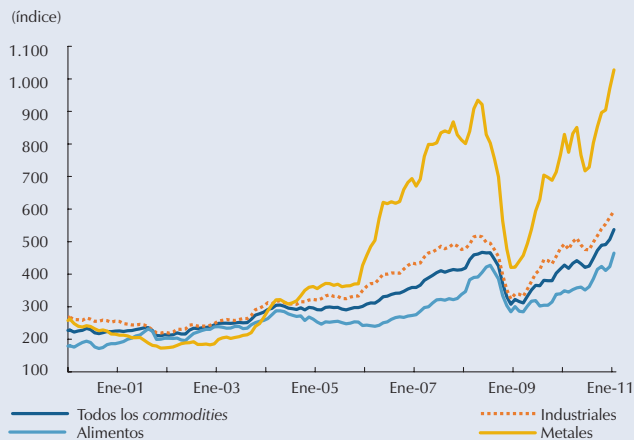
Durante 2010 la economía colombiana retornó a una senda de crecimiento alrededor de su promedio histórico, sin comprometer el objetivo de inflación. Los pronósticos presentados en este informe muestran que la economía puede seguir en esta senda de expansión sin comprometer el objetivo inflacionario. A pesar de que las sendas centrales de pronóstico son ahora mayores con respecto a lo estimado en el informe anterior, el análisis de riesgos (o *Fan Chart*) indica que la probabilidad de que la inflación se mantenga en el rango meta de largo plazo (2% a 4%) continúa siendo alta, tanto para 2011 como para 2012 (gráficos 59 y 60). Cabe señalar que estos resultados, al igual que el pronóstico central, suponen una política monetaria activa en donde la TIB se ajusta para garantizar el cumplimiento de la meta de largo plazo.

Recuadro 3 PERSPECTIVA SOBRE LOS PRECIOS DE LOS COMMODITIES

Joan Camilo Granados C.*

El precio de los *commodities* ha aumentado fuertemente durante las primeras etapas de la recuperación económica (2010). Esto se debió en gran medida al crecimiento sobresaliente de Asia, principalmente China, y de otros países emergentes, cuya demanda de materias primas industriales en 2010 ha impulsado los índices agregados de estos productos (Gráfico R3.1).

Gráfico R3.1
Índices de precios de *commodities*



Fuente: Bloomberg.

Los aumentos en la demanda de *commodities* de 2010 obedieron también a una mayor percepción de riesgo y a la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversionistas en un entorno de amplia liquidez y bajas tasas de interés. Este fenómeno especulativo en dicho mercado ya se había observado en 2008.

Así, la debilidad del dólar, políticas monetarias flexibles, la demanda de países emergentes y las condiciones climáticas adversas en Europa y en los centros de producción de materias básicas, han contribuido a que el aumento de los precios de estos productos se haya mantenido con gran fuerza hasta inicios de 2011.

En este contexto, hacía 2011 el cambio en la postura de política monetaria de China resulta fundamental a la hora de explicar la dinámica de los precios. La Unidad de Inteligencia de *The Economist* (EIU, por sus siglas en inglés), por ejemplo,

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

espera que el crecimiento en la demanda de *commodities* sea positivo, pero menor que el de 2010. La idea anterior se apoya en el comportamiento esperado del dólar, el cual, según dicha entidad, se fortalecería a finales de 2011.

Los factores anteriores no solo afectarían los fundamentales de aquellos bienes sino también su demanda por motivos especulativa, por lo que los pronósticos de los analistas coinciden en que el incremento anual de sus precios sería positivo para 2011, aunque con menos fuerza que el registrado en 2010. La EIU menciona que estos pronósticos toman como supuesto un crecimiento económico de los Estados Unidos de 2,2% para 2011 y que las expectativas de crecimiento de China continúan siendo buenas, a pesar del cambio en su postura de política monetaria.

Así, para 2011 y 2012 se prevé que los precios de estos productos sigan creciendo, con base en la demanda proveniente de economías emergentes. Sin embargo, el incremento de los precios de los bienes de origen industrial sería moderado con respecto a las variaciones registradas en 2010. Esta hipótesis se apoya en los cambios de posturas de políticas monetarias y en el nivel de inventarios de tales productos, el cual se encuentra en sus promedios históricos.

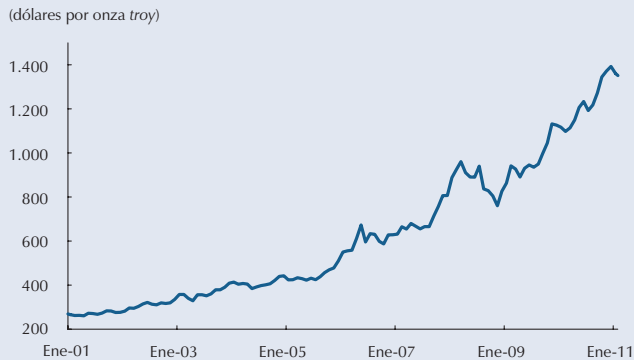
Por el lado de los alimentos, de acuerdo con el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos, los precios aumentarían en 2011, alcanzando o superando los máximos históricos de 2008¹. Los pronósticos de inventarios son bajos, con una recuperación sólo hasta finales de 2011 y los primeros trimestres de 2012 pero aún por debajo de los niveles históricos. Esto se explica porque la producción se ubicó en niveles más bajos, que 2009², y por ello fue necesario recurrir en los inventarios para responder a la demanda.

En el caso del oro, por motivos especulativos usualmente su demanda es mayor a la del resto de productos, en particular porque se le considera como una reserva de valor alternativa frente a las principales monedas que se encuentran debilitadas. Es por esto, y por una mayor percepción de riesgo, causados por los problemas de deuda soberana en Europa, que se espera que en 2011 la demanda de este bien siga creciendo, al igual que su precio, el cual tiende a mantenerse en sus niveles máximos históricos (Gráfico R3.2).

1 Instituciones como la Organización para la Agricultura y la Alimentación (FAO, por su sigla en inglés) han mencionado que en diciembre los índices de precios de *commodities* relacionados con alimentos han sobrepasado los niveles históricos.

2 United States Department of Agriculture (USDA) (2010). *Annual Production Report*.

Gráfico R3.2
Precio del oro
(promedio mensual)



Fuente: Bloomberg.

1. Petróleo

La EIU revisó al alza las estimaciones del crecimiento del consumo de petróleo para 2010, ubicándolo en 3,2% (antes 2,4%), mientras que para 2011 el pronóstico de crecimiento de consumo global se ubicó en 2,2%³. Es importante mencionar que los países emergentes serán los principales impulsores de este incremento, mientras que los de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) mantendrán su consumo en niveles similares a los registrados en los últimos dos años.

El pronóstico del incremento del consumo proveniente de China (que representa cerca de la mitad del de países que no pertenecen a la OCDE) se ubica en 10,5% para 2010 mientras que para 2011 y 2012 lo haría en 6,6%. Estas estimaciones se deben a que se esperan esfuerzos por parte de China para combatir las presiones inflacionarias, lo que supone un crecimiento económico positivo, pero menor al de períodos anteriores⁴.

En cuanto a la oferta, la EIA espera que para 2011 el crecimiento de la producción por parte de Estados que no hacen parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) sea muy bajo (alrededor del 1%)⁵. Así, el aumento del consumo sería abastecido por los inventarios y por posibles incrementos en la producción de la OPEP. Por tanto, los inventarios caerían a niveles cercanos al promedio de los últimos cinco años.

Aun así, la OPEP ha mostrado cierta renuencia a liberar más petróleo en el mercado, debido a que se teme que el precio caiga, pues considera que la dinámica reciente de los precios

obedece también a motivos especulativos y no sólo a movimientos en los fundamentales.

De esta forma, si se tiene en cuenta que las cotizaciones están apoyadas por una dinámica aún robusto del consumo de China, por el impacto positivo de los estímulos monetarios y fiscales para la recuperación de la economía mundial, y por restricciones persistentes en la producción de la OPEP, se espera que los precios sigan su senda ascendente en los primeros trimestres del año (con lo que la cotización del WTI se mantendría por encima de US\$90 por barril). No obstante, al final de 2011 se debilitarían, cuando se perciba un fortalecimiento del dólar, junto con los efectos de una política monetaria menos laxa que disminuya los flujos de inversionistas hacia el mercado petrolero.

2. Alimentos

Para 2011 la EIU prevé un aumento en los precios de los *commodities* de alimentos con mayor fuerza que en 2010. Esto se debe, entre otros motivos, a restricciones de oferta por daños en las cosechas de granos en Rusia, exceso de lluvias en Canadá y Pakistán, y daños en las cosechas de trigo por inundaciones en Queensland (Australia).

El hecho de que las cosechas fueran menores a las esperadas disminuyó considerablemente los inventarios de estos productos, lo cual presiona al aumento de los precios. Este incremento previsto a causa de los fundamentales se agudizaría por la demanda de inversionistas especuladores.

La USDA sostiene que, a partir del cambio esperado en las condiciones económicas y climáticas, se generaría una mayor acumulación de inventarios para el final de 2011 y los primeros trimestres de 2012.

Una de las causas que permitiría la acumulación de inventarios serían las bajas tasas de interés que se mantendrían durante los primeros trimestres de 2011, las cuales están asociadas positivamente con el costo de mantener existencias de estas mercancías⁶.

Adicionalmente, debido a la aplicación de políticas monetarias más estrictas, se espera que las distorsiones de las actividades especulativas de los inversionistas sobre los *commodities* disminuyan, por lo que para 2012 se observaría un debilitamiento en los precios de los alimentos.

3 Este es el mismo pronóstico que reporta la Agencia de Información de Energía de Estados Unidos – EIA (2011).

4 EIU (2011). “World Commodity Forecasts: Industrial Raw Materials”, febrero.

5 Al respecto, véase EIA (2011). “Short Term Energy Outlook”, febrero.

6 Al respecto véase L. E. Arango, F. Arias, y A. Flórez (2008). “Trends, Fluctuations, and Determinants of Commodity Prices”, Borradores de Economía, núm. 521, Banco de la República.

Recuadro 4 INFLACIÓN DE ALIMENTOS Y RESPUESTA DE POLÍTICA MONETARIA

Edgar Caicedo
Andrés González
Sergio Ocampo
Diego Rodríguez*

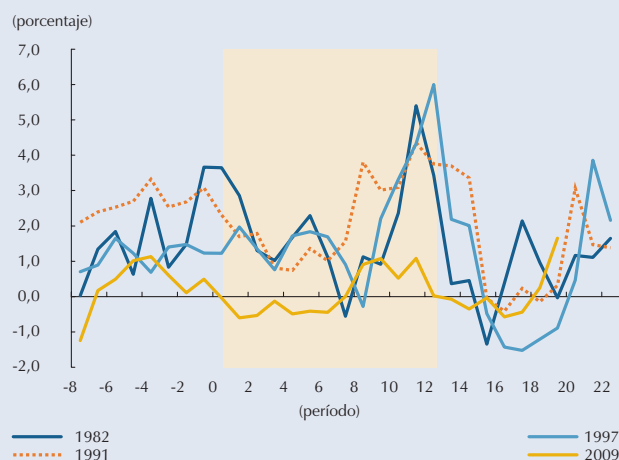
En este trabajo se busca establecer la incidencia que tiene sobre la postura de política monetaria un choque de oferta, producto de eventos climáticos. Para ello se estima el efecto que tiene el fenómeno de El Niño sobre el IPC tanto de alimentos como sin alimentos, en ausencia de cualquier otro choque o desequilibrio. Así, al momento de comenzar el alza en el precio de los alimentos se supone una economía en estado estacionario y no se tiene en cuenta ningún otro tipo de perturbación¹. Por tanto, la respuesta de política monetaria obtenida en este ejercicio no se puede comparar con la requerida en una coyuntura como la actual, en la cual distintas variables se encuentran lejos de sus niveles de largo plazo².

Con el índice oceánico de El Niño³ (ONI, por su sigla en inglés) se identificó el mes de inicio y la duración de los fenómenos de El Niño, y se observó el comportamiento del IPC de alimentos y de la inflación total ante aquéllos. Entre 1980 y 2010 se identificaron los fenómenos de El Niño con mayor incidencia sobre los precios⁴; la duración media de los fenómenos identificados fue de trece meses.

Para caracterizar la respuesta del IPC de alimentos ante el choque climático se observó el comportamiento de este

índice durante quince meses antes y después del mes marcado como el centro de El Niño (Gráfico R4.1). El cero en el eje horizontal representa el comienzo del fenómeno. Como se puede observar, la inflación es relativamente estable en los períodos iniciales del fenómeno climático y comienza a aumentar entre el 6 y el 7, hasta alcanzar su punto máximo entre el período 11 y 12, para luego disminuir durante 4 o 5 meses hasta niveles incluso menores a los registrados antes del comienzo de El Niño.

Gráfico R4.1
IPC de alimentos: variación mensual



a/ Las series corresponden a la variación mensual del IPC de alimentos.
Fuente: DANE.

* Los autores son: profesional experto en inflación de la Sección de Inflación del Departamento de Programación e Inflación; director, profesional y jefe del Departamento de Modelos Macroeconómicos. Las opiniones expresadas son su responsabilidad y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

- 1 Perturbaciones como cambios en la demanda externa, alteraciones de la tasa de interés internacional, presiones de demanda interna, entre otras, no son tenidas en cuenta en los ejercicios.
- 2 Por ejemplo, la brecha de producto es negativa y las tasas de interés son históricamente bajas.
- 3 El índice es publicado por la National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA), agencia gubernamental estadounidense encargada del monitoreo del clima y los océanos.
- 4 Los fenómenos utilizados en el estudio son: mayo-82 a junio-83, mayo-91 a junio-92, mayo-97 a abril-98, y junio-09 a abril-10. No se tienen en cuenta fenómenos de La Niña, pues históricamente no han tenido efecto sobre la dinámica de precios en Colombia, a excepción del fenómeno actual, para el cual no hay suficientes datos.

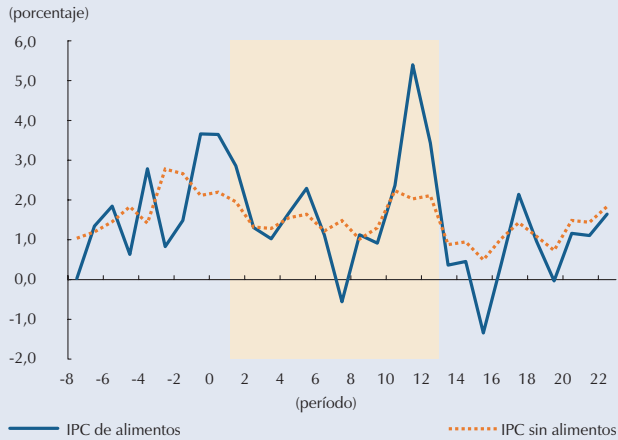
En los períodos analizados se observa que, una vez comienzan los efectos de El Niño sobre el grupo de alimentos (a la mitad del choque climático), el IPC sin alimentos comienza a incrementarse, aunque la magnitud es distinta dependiendo del fenómeno (Gráfico R4.2). Después de la fase de aumentos, las variaciones del grupo sin alimentos tienden a regresar a las tasas que se registraban antes de la perturbación climática, mientras que los cambios del IPC de alimentos caen más allá de las tasas previas a El Niño.

En el siguiente paso se simuló la respuesta del IPC total, IPC sin alimentos y la tasa de interés nominal, ante un choque similar al descrito. Se usó un modelo nekeynesiano de equilibrio general dinámico, con series trimestrales y anualizadas, reportadas como desviaciones de sus respectivos niveles de largo plazo.

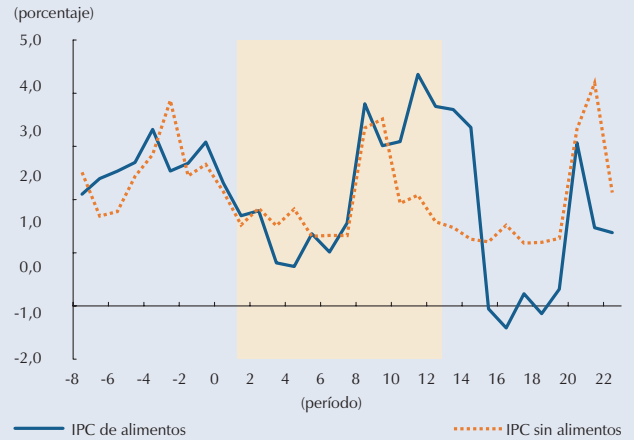
El máximo valor de la variación en la simulación del IPC de alimentos fue 429 pb (cifra presentada en el segundo período), mientras que el mínimo (alcanzado en el período 3) fue de 451 pb por debajo de su nivel de largo plazo. De igual forma, el modelo fue calibrado para obtener una dinámica

Gráfico R4.2
IPC de alimentos y sin alimentos: variaciones mensuales

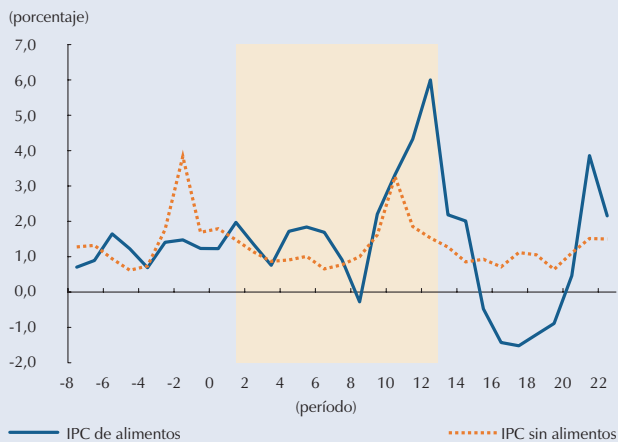
A. Fenómeno de El Niño de 1982



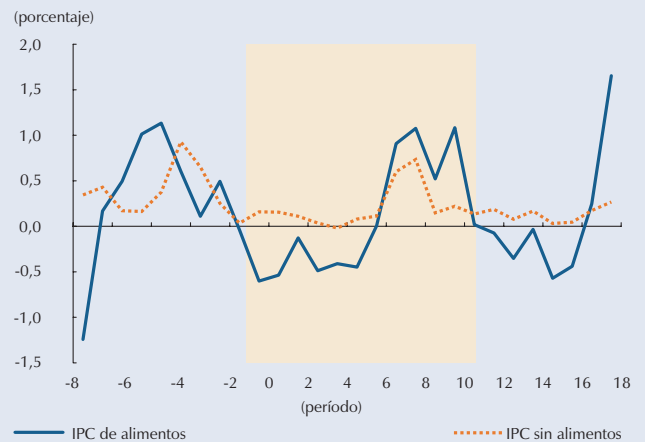
B. Fenómeno de El Niño de 1991



C. Fenómeno de El Niño de 1997



D. Fenómeno de El Niño de 2009



Fuente: DANE.

del IPC sin alimentos, en línea con la respuesta promedio que dicha variable presentó en el evento descrito. El resultado de la simulación fue un aumento de 125 pb en el IPC sin alimentos ante este tipo de choque, lo que generó un aumento de la inflación total de 170 pb. En cuanto a la tasa de política, la calibración implica que debería aumentar 46 pb, para luego disminuir y situarse 100 pb por debajo de su nivel de largo plazo (Gráfico R4.3).

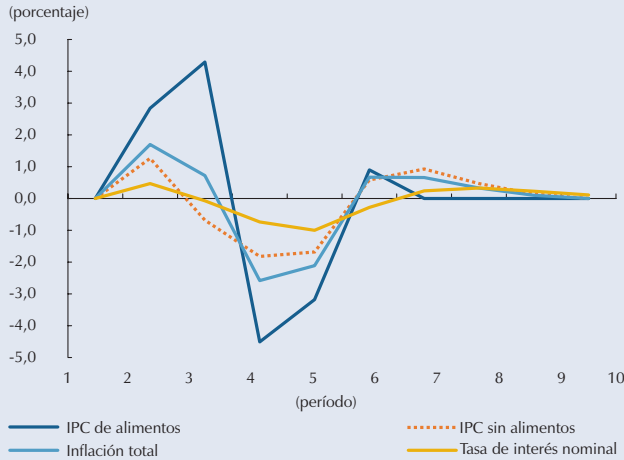
En el anterior ejercicio los agentes privados no modifican sustancialmente sus expectativas porque perciben como transitorio el choque de precios. De esta manera, la autoridad monetaria no requiere reaccionar con fuerza ni antes ni después del evento climático para garantizar que la inflación vuelva a su nivel de largo plazo. No obstante, si el IPC de alimentos careciera de la reversión típica que tiene una vez se desvanece el choque, la reacción de política monetaria debería ser más fuerte. De la misma manera, el aumento de

la inflación sin alimentos sería mayor y más prologando en ausencia de tal reversión.

Para verificar el anterior argumento, se simuló la respuesta del modelo ante un choque climático que aumenta la variación mensual del IPC de alimentos, pero que después de alcanzar su punto máximo vuelve a su nivel de largo plazo en dos períodos, en lugar de tornarse negativa. Tanto la variación mensual del IPC sin alimentos como la tasa de política reaccionan más fuerte (Gráfico R4.4). La respuesta inicial del cambio en el IPC sin alimentos es de 167 pb. La tasa de política aumenta ahora 73 pb ante el choque y continúa estando por encima de su nivel de largo plazo por varios períodos.

El cambio en la dinámica de la inflación anual y la tasa de política es explicado por el ajuste en las expectativas de los formadores de precios. Como los primeros aumentos en

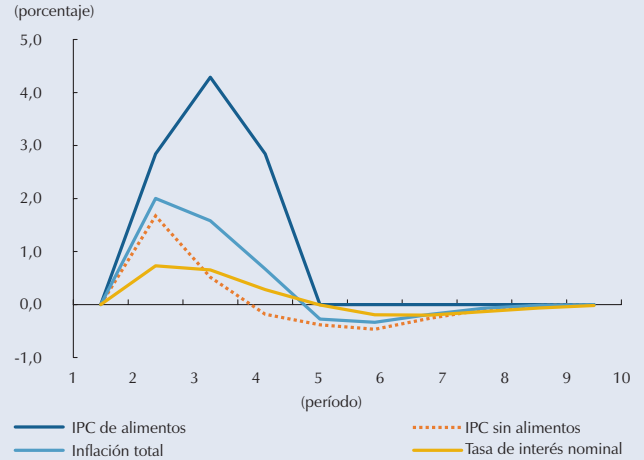
Gráfico R4.3
Simulación de un choque oferta



Nota: los períodos corresponden a trimestres.
Las series, excepto la tasa de interés, corresponden a variaciones trimestrales anualizadas de los respectivos índices.
La serie de tasa de interés nominal es la tasa de interés trimestral anualizada.
Fuente: cálculos de los autores.

el IPC de alimentos no son compensados con caídas posteriores de precios (no retorna a terreno negativo), los agentes reaccionan ante las perspectivas de mayores niveles de precios y lo incorporan en sus decisiones. En consecuencia, la respuesta de la autoridad monetaria ante las mayores expectativas de inflación es adoptar una postura monetaria más estricta para asegurar el cumplimiento de la meta propuesta y llevar a la inflación anual de vuelta a su nivel de largo plazo.

Gráfico R4.4
Simulación de un choque de oferta sin reversión



Notas: los períodos corresponden a trimestres.
Las series, excepto la tasa de interés, corresponden a variaciones trimestrales anualizadas de los respectivos índices.
La serie de tasa de interés nominal es la tasa de interés trimestral anualizada.
Fuente: cálculos de los autores.

Por lo anterior, es importante resaltar que un riesgo para la política monetaria es que los choques transitorios no sean interpretados correctamente por los agentes del mercado. Esto podría presentarse si la mayor inflación, originada por el aumento temporal en los precios de los alimentos, es incorporada en las expectativas de los fijadores de precios y salarios. Ello puede generar persistencia y aumentos en la inflación.

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 2011 y 2012. Al momento de la consulta los analistas contaban con información a la última semana de enero de 2011.

Proyecciones para 2011

En promedio, los analistas locales esperan un crecimiento económico de 4,7% frente a 4,5% registrado en el Informe de Inflación anterior. Por su parte, las

Cuadro A1
Proyecciones para 2011

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC (porcentaje)	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores	4,7	3,8	1.900	4,5	(4,2)	10,5
Anif	4,5	3,8	n.d.	5,0	(4,1)	11,7
Banco de Bogotá	4,5	3,6	1.800	4,8	(3,1)	10,0
Banco Santander	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Bancolombia	4,1	3,4	1.845	4,6	(4,2)	9,4
BBVA Colombia ^{a/}	5,0	3,4	1.825	4,8	(4,1)	10,5
Corficolombiana	5,0	3,5	1.775	5,3	(3,9)	11,3
Corredores Asociados	5,5	3,4	1.720	4,3	(4,1)	10,6
Correval	4,5	3,6	1.870	4,1	(4,3)	10,5
Davivienda ^{a/}	4,2	3,9	1.954	4,4	(4,8)	11,9
Fedesarrollo	4,6	3,8	1.699	n.d.	n.d.	11,1
Promedio	4,7	3,6	1.821	4,6	(4,1)	10,8
Analistas externos						
Citi ^{a/}	4,4	3,6	1.850	5,1	(4,5)	10,3
Deutsche Bank	4,5	3,7	1.810	n.d.	(4,0)	10,2
Goldman Sachs	4,6	3,9	1.850	n.d.	(3,3)	n.d.
JP Morgan	4,5	3,6	1.850	n.d.	n.d.	n.d.
Promedio	4,5	3,7	1.840	5,1	(3,9)	10,3

n.d. no disponible.

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones para 2012

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	4,4	4,2	1.750
Anif	4,3	4,0	n.d.
Banco de Bogotá	4,5	3,0	1.827
Banco Santander	n.d.	n.d.	n.d.
Bancolombia	4,2	3,6	1.770
BBVA Colombia	5,5	3,7	1.825
Corficolombiana	5,3	3,5	1.802
Corredores Asociados	5,7	3,7	1.850
Correval	5,3	3,7	1.900
Davivienda	4,6	3,5	n.d.
Fedesarrollo	5,7	3,3	1.761
Promedio	5,0	3,6	1.810
Analistas externos			
Citi	4,7	4,0	1.900
Deutsche Bank	5,0	3,4	1.800
Goldman Sachs	4,5	3,0	1.900
JP Morgan	4,0	n.d.	1.917
Promedio	4,6	3,5	1.879

n.d. no disponible.
Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

entidades extranjeras consultadas esperan un crecimiento promedio del PIB de 4,5%.

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales prevén un incremento de 3,6% en los precios al finalizar el año, mientras que los extranjeros esperan 3,7% en promedio. Estos valores se encuentran dentro del rango meta fijado por la JDBR para 2011 (entre 2.0% y 4,0).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la TRM finalice el año en un valor promedio de \$1.824 frente a \$1.892 esperado en la encuesta realizada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a \$1.840 para el cierre de año.

Para la DTF, los analistas locales proyectan valores de 4,6%. Adicionalmente, los analistas nacionales consultados esperan que la tasa de desempleo se ubique en 10,8%.

Proyecciones para 2012

Para 2011, los analistas nacionales prevén un crecimiento de 5,0% frente a 4,6% previsto por los analistas extranjeros. Con respecto a la inflación, los analistas locales y extranjeros proyectan una inflación de 3,6% y 3,5%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio las entidades nacionales y externas esperan valores promedio del tipo de cambio de \$1.810 y \$1.879, respectivamente.