



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Septiembre de 2010

ISSN - 1657 - 7973



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Septiembre de 2010*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,
para su reunión del 29 de octubre de 2010.

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

ISSN - 1657 - 7973

LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

OBJETIVOS

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

HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

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

PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

Las decisiones de política monetaria se toman con base en el análisis del estado actual y de las perspectivas de la economía, y en la evaluación del pronóstico de inflación frente a las metas. Si la evaluación sugiere, con suficiente grado de confianza, que bajo las condiciones vigentes de la política monetaria la inflación se desviará de la meta en el horizonte de tiempo en el cual opera esta política, y que dicha desviación no se

debe a choques transitorios, la JDBR procederá a modificar la postura de su política, principalmente mediante cambios en las tasas de interés de intervención (tasas de interés de las operaciones de liquidez de corto plazo del Banco de la República).

COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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

CONTENIDO

Evolución de la situación inflacionaria y decisiones de política monetaria	9
I. La inflación y sus determinantes	15
A. Comportamiento reciente de la inflación	15
B. Determinantes de la inflación	20
Recuadro 1: El efecto Balassa-Samuelson en Colombia	34
Recuadro 2: Construcción del índice de términos de intercambio para Colombia	39
II. Mercados financieros	41
A. Mercados externos	41
B. Mercados financieros internos	44
Recuadro 3: Lecciones del pasado	54
III. Perspectivas macroeconómicas	56
A. Contexto internacional	56
B. Balanza de pagos	62
C. Crecimiento interno	63
D. Pronósticos de inflación	69
Recuadro 4: La meta del banco central y la persistencia de la inflación en Colombia	75
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	78

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Inflación anual al consumidor	15
Gráfico 2	Indicadores de inflación básica anual	17
Gráfico 3	Inflación anual de transables y no transables sin alimentos ni regulados	18
Gráfico 4	IPC de transables sin alimentos ni regulados e índice de la tasa de cambio	18
Gráfico 5	Inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados	18
Gráfico 6	Inflación anual de regulados y sus componentes	19
Gráfico 7	Inflación anual de alimentos	19
Gráfico 8	Inflación de alimentos	19
Gráfico 9	Producto interno bruto (PIB)	20
Gráfico 10	Contribuciones al crecimiento del PIB	21
Gráfico 11	PIB de los sectores transable y no transable	23
Gráfico 12	Tasa de desempleo	25
Gráfico 13	Tasa de desempleo (TD)	25
Gráfico 14	Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)	26
Gráfico 15	Tasa de subempleo de jefes de hogar (TS) y tasa global de participación (TGP) de los no jefes	26
Gráfico 16	A. Ocupados en el total nacional B. Ocupados en las 13 áreas metropolitanas	27
Gráfico 17	Ocupados por tipo de empleo	27
Gráfico 18	Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación no asalariada	27
Gráfico 19	Empleo y ventas en el comercio (desestacionalizado)	27
Gráfico 20	Índice de salarios sectoriales nominales: construcción pesada y vivienda	28
Gráfico 21	Índice de salarios sectoriales nominales: industria y comercio	28
Gráfico 22	IPP total	29
Gráfico 23	IPP por procedencia	29
Gráfico 24	IPP implícito en dólares	29
Gráfico 25	IPP de producidos y consumidos por ramas de actividad económica	30
Gráfico 26	Índice de precios del productor (IPP) desestacionalizado	30
Gráfico 27	Utilización de capacidad instalada (UCI)	31
Gráfico 28	Crecimiento anual del PIB: observado y potencial	31
Gráfico 29	Brecha del producto	32
Gráfico 30	Porcentaje de credibilidad en la meta de inflación de los años 2003 a 2010	32
Gráfico 31	Inflación observada y expectativas de inflación	32
Gráfico 32	Pronóstico de inflación anual, según bancos y comisionistas de bolsa	33
Gráfico 33	Pronóstico de inflación anual sin alimentos, según bancos y comisionistas de bolsa	33
Gráfico 34	<i>Break-even inflation</i> a uno, cinco y diez años	33
Gráfico 35	Indicadores de volatilidad en las economías desarrolladas	41
Gráfico 36	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a 5 años algunos países de Europa	42
Gráfico 37	Diferencial de la deuda soberana de 10 años con Alemania	42
Gráfico 38	Tasas de interés de títulos de deuda pública a 10 años de algunos países desarrollados	42
Gráfico 39	Crédito total de consumo en los Estados Unidos	43
Gráfico 40	<i>Credit default swap</i> (CDS) a 5 años en Latinoamérica	43
Gráfico 41	<i>Credit default swap</i> (CDS) a 5 años en Asia	44
Gráfico 42	Índices accionarios de algunos países de Latinoamérica	44
Gráfico 43	Índices accionarios de algunos países de Asia	44
Gráfico 44	Reservas internacionales de las economías emergentes	45
Gráfico 45	Cartera bruta con <i>leasing</i> (M/N)	46
Gráfico 46	Endeudamiento comercial total	47

Gráfico 47	A. Índice de confianza del consumidor	48
	B. Tasa de desempleo de los jefes de hogar	48
	C. Situación económica	48
	D. Disponibilidad de existencias	48
	E. Inversiones próximos 12 meses	48
	F. Inversiones próximos 12 meses	48
Gráfico 48	Riesgo de cartera	49
Gráfico 49	Solvencia: patrimonio técnico/activos ponderados por riesgo	49
Gráfico 50	Agregados monetarios y depósitos (PSE)	49
Gráfico 51	Principales pasivos del sistema bancario	50
Gráfico 52	IGBC	52
Gráfico 53	Índice real de precios de la vivienda	53
Gráfico 54	Producción industrial en las economías desarrolladas	57
Gráfico 55	Índice de comercio mundial	57
Gráfico 56	Crecimiento de las exportaciones e importaciones reales en los Estados Unidos	58
Gráfico 57	PIB de algunas economías desarrolladas	58
Gráfico 58	Tasa de desempleo en las economías desarrolladas	58
Gráfico 59	A. Índice de sentimiento del consumidor	59
	B. Índice de confianza del consumidor	59
Gráfico 60	PIB de algunos países emergentes de América Latina y Asia	59
Gráfico 61	Precio internacional del petróleo WTI	61
Gráfico 62	Inflación total en algunas economías desarrolladas	62
Gráfico 63	Inflación en Latinoamérica	62
Gráfico 64	Indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo	64
Gráfico 65	Comercio al por menor sin combustibles	64
Gráfico 66	Índice de producción industrial sin trilla de café	64
Gráfico 67	Demanda de energía total	65
Gráfico 68	Rango de pronóstico del PIB para 2010 y 2011	69
Gráfico 69	Imaco: líder cinco meses del PIB	69
Gráfico 70	<i>Fan chart</i> de la inflación total	72
Gráfico 71	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	72

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Descomposición de la inflación anual según presiones alcistas a septiembre de 2010	17
Cuadro 2	Crecimiento del PIB por tipo de gasto	21
Cuadro 3	Crecimiento del PIB por ramas de actividad económica	22
Cuadro 4	Porcentaje de beneficiados por nivel de incremento salarial pactado para el siguiente año	28
Cuadro 5	Tasas de interés de referencia de los bancos centrales	45
Cuadro 6	Depósitos III trimestre de 2010	50
Cuadro 7	Tasas de interés nominales	51
Cuadro 8	TES tasa cero cupón	52
Cuadro 9	Proyecciones de crecimiento de los socios	60
Cuadro 10	Pronósticos de los bienes básicos exportados por Colombia	61

EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

Al finalizar el tercer trimestre de 2010 la inflación observada fue menor que la prevista y se situó en la parte inferior del rango meta fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) (entre 2% y 4%). Las expectativas de inflación a diferentes plazos continuaron descendiendo y las proyecciones para final de año indican que una variación anual del índice de precios al consumidor (IPC) en la mitad inferior del rango meta es altamente probable.

En septiembre de 2010 la inflación anual fue 2,29%, cifra superior en 4 puntos básicos (pb) al registro de junio. Este leve incremento obedeció principalmente al aumento anual del IPC de alimentos, que en el mismo periodo pasó de 1,52% a 1,72%, aceleración que de todos modos terminó siendo menor que la proyectada por el equipo técnico del Emisor. Durante el mismo trimestre el crecimiento anual del IPC sin alimentos se mantuvo relativamente estable y en septiembre se situó en 2,50%. Similar comportamiento presentaron las otras medidas de inflación básica, en septiembre que registraron tasas anuales inferiores al punto medio del rango meta.

Dentro del IPC sin alimentos el único grupo que entre junio y septiembre registró una aceleración en su comportamiento anual fue el de regulados. Salvo transporte, todos los demás componentes de esta subcanasta contribuyeron a dicha aceleración. Las dos clasificaciones restantes, transables y no transables (sin alimentos ni regulados), se desaceleraron en el pasado trimestre y compensaron la tendencia alcista observada en la variación anual del grupo de los regulados.

Los indicadores de costos salariales y no salariales continúan sugiriendo presiones mínimas sobre los precios al consumidor. En el primer caso, al tercer trimestre de 2010 los ajustes salariales en la mayoría de sectores se efectuaron a tasas que se encuentran dentro del rango meta de inflación. Adicionalmente, el mercado laboral permanece holgado y, pese al aumento observado en el empleo, la tasa de desocupación todavía se encuentra por encima de su nivel de largo plazo. En el segundo caso, el índice de precios del productor (IPP), que es un indicador de los costos no salariales, a septiembre mostró una variación anual de 2,3% y, aunque aumentó con respecto a meses anteriores, su variación mensual fue negativa.

En materia de actividad económica los nuevos indicadores sugieren que el crecimiento anual del PIB para el tercer trimestre podría ser similar al promedio registrado en la primera mitad del año. El consumo privado, y en menor medida la inversión, deberían ser los grupos de mayor contribución al crecimiento económico. Con este ritmo de crecimiento el equipo técnico proyecta una brecha de producto todavía negativa, que se cerraría hacia mediados de 2011.

Las cifras recientes acerca del comportamiento de las ventas al por menor, del crédito de consumo y de la confianza de los consumidores sugieren una aceleración del gasto de los hogares en el tercer trimestre. En el período analizado este componente de la demanda agregada fue favorecido por las bajas tasas de interés, el adecuado flujo de crédito y una inflación en niveles históricamente bajos. La inversión también puede presentar un aumento importante. Indicadores como el incremento de las importaciones de bienes de capital, de la inversión extranjera y de la producción local de maquinaria y equipo, observados para el mes de agosto, así lo indican. El aumento de las licencias de construcción y del crédito hipotecario también sustentan un mejor desempeño de la construcción.

Por el lado de la oferta, los riesgos de un menor crecimiento para el tercer trimestre se han disipado, de acuerdo con los indicadores sectoriales disponibles. En agosto el desempeño de la industria fue mejor al de meses anteriores y algunos sectores podrían estar siendo beneficiados por la reducción de los costos en las materias primas importadas, así como por las bajas presiones salariales debido a la holgura en el mercado laboral. De otro lado, se espera un aumento mayor de la producción de café, del comercio (con una dinámica muy importante de las ventas totales y de vehículos) y también de la construcción. La minería, asimismo, ha crecido en el período, apoyada en la expansión de la producción de petróleo y de otros productos básicos.

En el contexto externo la nueva información del tercer trimestre de 2010 muestra una recuperación de la economía mundial, que se está dando de forma desigual. Los principales países desarrollados, que en el primer semestre habían registrado una aceleración en la expansión anual del producto interno bruto (PIB), volvieron a presentar síntomas de menor crecimiento o de estancamiento. En las economías emergentes las políticas monetarias relativamente laxas junto con las medidas fiscales expansivas, los bajos niveles de endeudamiento, los amplios flujos de capital, los altos términos de intercambio (para productores de bienes básicos) y una confianza elevada siguen favoreciendo el fuerte crecimiento, especialmente de la demanda interna. El desarrollo de mayores nexos comerciales entre ellos en los últimos años también ha contribuido al crecimiento de sus exportaciones y ha compensado en parte el menor dinamismo de la demanda de los países industrializados.

El deterioro económico en los Estados Unidos ha inducido una fuerte inyección monetaria y expectativas de mayores estímulos por parte de su banco central, lo que continúa generando una pérdida del valor del dólar frente a la mayoría de las monedas. En el continente asiático, Japón realizó fuertes compras de reservas internacionales y China no ha permitido que su moneda se aprecie. Todos estos

hechos, junto con unos flujos de inversión extranjera directa importantes, han contribuido a que las monedas de la región se aprecien, incluido el peso colombiano.

Los precios internacionales de varios productos básicos que exporta Colombia, como el café y el azúcar, se mantuvieron en niveles históricamente altos. Por su parte, el precio promedio en dólares del petróleo fue superior a la media de 2009. De esta forma, los términos de intercambio de Colombia continúan mostrando índices superiores a los observados en promedio el año pasado. Es muy probable que para lo que resta de 2010 y para 2011 los términos de intercambio continúen siendo favorables.

Las exportaciones colombianas en dólares siguen creciendo a buen ritmo, comportamiento explicado principalmente por las ventas de productos básicos de origen minero (carbón, oro, ferróniquel petróleo y sus derivados) y café. El resto sigue recuperándose lentamente, pero aún presenta variaciones anuales negativas. Por destino se ha observado alguna recuperación hacia los Estados Unidos y un fuerte incremento a países como Ecuador y otras regiones de centro y Suramérica. Las ventas externas a Venezuela se mantienen en mínimos históricos.

El equipo técnico del Banco tuvo en cuenta los datos señalados sobre la demanda externa, los precios internacionales de los productos básicos y las tendencias de nuestras exportaciones e importaciones para realizar las proyecciones de balanza de pagos. Se espera un déficit en la cuenta corriente para 2010 entre 2,0% y 2,6% del PIB; en 2011 podría incrementarse a un rango entre 2,4% y 3,0% del PIB.

En este contexto externo e interno el equipo técnico proyecta que el crecimiento económico en el tercer trimestre esté entre 4,0% y 4,8% y para todo 2010 entre 3,8% y 5,0%. El aumento del PIB del siguiente año podría ser superior, entre 3,5% y 5,5%. Con estas proyecciones es probable que en 2010 la brecha del producto se mantenga en terreno negativo y que se cierre hacia mediados de 2011.

De esta forma, el panorama macroeconómico de Colombia se puede resumir en los siguientes puntos:

- La inflación observada, sus proyecciones y sus expectativas están dentro del rango meta de largo plazo.
- Las tasas de interés reales del Banco de la República, de captación y de préstamos se encuentran en niveles históricamente bajos. Por su parte, el crédito se sigue acelerando especialmente el destinado a los hogares.
- La demanda externa mundial se ha recuperado, pero sigue débil y los términos de intercambio permanecen en niveles altos. La inversión extranjera directa en Colombia continúa registrando entradas significativas.
- La política monetaria holgada en los Estados Unidos y otros países avanzados ha mantenido altos niveles de liquidez a nivel global.

- Al igual que la mayoría de países emergentes, el peso colombiano se ha apreciado frente al dólar.
- La actividad económica en Colombia se sigue recuperando impulsada por la demanda interna.

Ante este panorama la JDBR decidió mantener inalterada su tasa de interés de referencia en 3%. También decidió extender la intervención del Banco en el mercado cambiario y reforzar sus mecanismos de intervención:

- La Junta decidió aumentar su programa de compras de reservas internacionales. Para ello efectuará compras diarias de al menos US\$20 millones hasta al menos el 15 de marzo de 2011. Anteriormente, el programa de compras diarias se extendía hasta al menos el 15 de enero de 2011.
- La Junta fortaleció sus instrumentos de intervención cambiaria mediante la vinculación del Banco a la Cámara de Compensación de Divisas de Colombia, S. A. desde el 14 de octubre de 2010, lo cual amplía las modalidades disponibles para comprar dólares en el mercado.

Por último, la Junta destaca las medidas del Gobierno nacional encaminadas a contrarrestar la tendencia al fortalecimiento del peso y su compromiso con la reducción del déficit fiscal, lo cual es un paso fundamental para ampliar las posibilidades de intervención esterilizada del Banco en el mercado cambiario.

La JDBR seguirá haciendo un cuidadoso seguimiento de la situación internacional, del comportamiento y proyecciones de la inflación y del crecimiento, y reitera que la política monetaria futura dependerá de la nueva información disponible.

Junta Directiva del Banco de la República

INFORME SOBRE INFLACIÓN

Elaborado por:

Departamento de Programación e Inflación
Subgerencia de Estudios Económicos

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia de Estudios Económicos

Jorge Hernán Toro

Subgerente

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

Director

Sección de Inflación (*)

Adolfo León Cobo

Jefe

Édgar Caicedo

Anderson Grajales

Daniel Parra

José David Pulido

Rafael Puyana

José Vicente Romero

Alejandro Reyes

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

I. LA INFLACIÓN Y SUS DETERMINANTES

En el tercer trimestre la inflación se mantuvo cerca del piso del rango meta de largo plazo y, por debajo de los pronósticos presentados en el informe anterior.

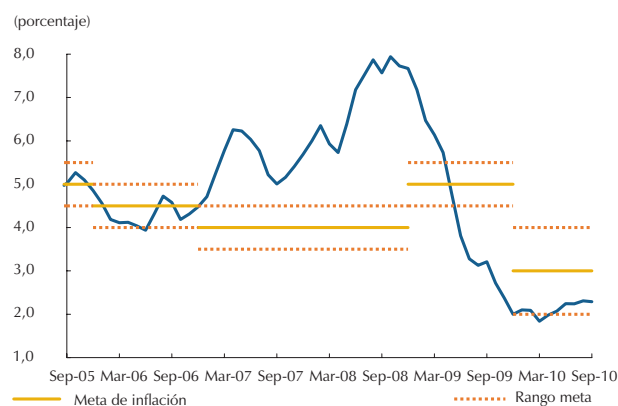
La economía mantuvo un crecimiento similar al de su promedio histórico, impulsada por la demanda interna, y en particular por el consumo de los hogares.

El empleo ha mostrado señales de recuperación; sin embargo, el mercado laboral continúa holgado y sin advertirse presiones alcistas sobre los salarios.

Las expectativas de inflación de corto, mediano y largo plazos continuaron reduciéndose, y por primera vez todas se situaron por debajo del techo del rango meta (4,0%).

A. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN

Gráfico 1
Inflación anual al consumidor



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La inflación anual al consumidor se mantuvo baja y estable a lo largo del tercer trimestre. En septiembre esta variable se situó en 2,28%, un nivel similar al observado en junio y por debajo de lo previsto en el *Informe sobre Inflación* anterior. En el corrido del año el índice de precios al consumidor (IPC) acumula un aumento de 2,4%, es decir, 28 puntos básicos (pb) por encima del reportado para igual período del año pasado (Gráfico 1).

En general, a lo largo del año la inflación no ha presentado mayor volatilidad y se ha mantenido cerca del piso del rango meta de largo plazo (entre 2% y 4%). Este comportamiento contrasta con los pronósticos de

Las bajas ventas a Venezuela, la apreciación acumulada del peso y la caída en las expectativas han contribuido a mantener la inflación baja.

los analistas del mercado y del equipo técnico del Banco de la República, los cuales han mostrado una inflación que lentamente asciende a lo largo del año hasta alcanzar el punto medio del rango meta en diciembre.

En los dos informes anteriores se identificaron varios factores que explican el comportamiento descrito y que siguieron vigentes en estos últimos tres meses. En primer lugar, la parálisis del comercio con Venezuela se mantuvo en el tercer trimestre y siguió acarreado un aumento de la oferta disponible internamente para aquellos bienes tradicionalmente exportados hacia tal destino. Al identificar entre esos productos los que hacen parte de la canasta familiar en Colombia (en general algunos alimentos, vestuario, calzado, vehículos y artículos de aseo) se observa que la variación anual de sus precios se ha mantenido levemente negativa desde que el gobierno venezolano decidió cerrar sus fronteras a los productos de origen colombiano hacia finales del año 2009.

En segundo lugar está la apreciación del tipo de cambio, que en los últimos meses se acentuó. La apreciación acumulada siguió siendo importante y continuó incentivando reducciones de precios en los bienes transables, incluidos los alimentos. Otro factor es que, pese al crecimiento económico, en particular del consumo, aún se perciben excesos de capacidad productiva, lo que ha limitado las alzas en precios de bienes y servicios. Por último, las expectativas de inflación continuaron cayendo, junto con aumentos bastante moderados de salarios y otros costos, lo que también ha ayudado a estabilizar los precios.

Adicional a los factores anteriores, la decisión del gobierno colombiano de eximir del cobro de impuesto al valor agregado (IVA) durante cuatro meses, contados a partir de agosto de 2010, a las ventas realizadas en los municipios que limitan con Venezuela, también ayudó a disminuir las alzas del IPC, aunque en una magnitud pequeña. Los productos excluidos del cobro del IVA cubren buena parte de la canasta familiar: alimentos, calzado, prendas de vestir, materiales de construcción, electrodomésticos y gasodomésticos (Decreto 2694, julio 27 de 2010). En parte por esta decisión, el crecimiento anual del IPC de Cúcuta se contrajo de 3,8% en julio a 1,5% en septiembre.

En el Cuadro 1 se observa cómo las pocas presiones alcistas registradas en el último trimestre, al igual que en lo corrido del año, se concentraron principalmente en el IPC de regulados, y en menor medida en el IPC de alimentos. Los otros dos grandes componentes de la canasta del IPC —transables y no transables sin alimentos ni regulados— ejercieron presiones a la baja sobre la inflación anual.

En el tercer trimestre, las pocas presiones alcistas sobre la inflación provinieron de los precios de los regulados.

1. Inflación básica

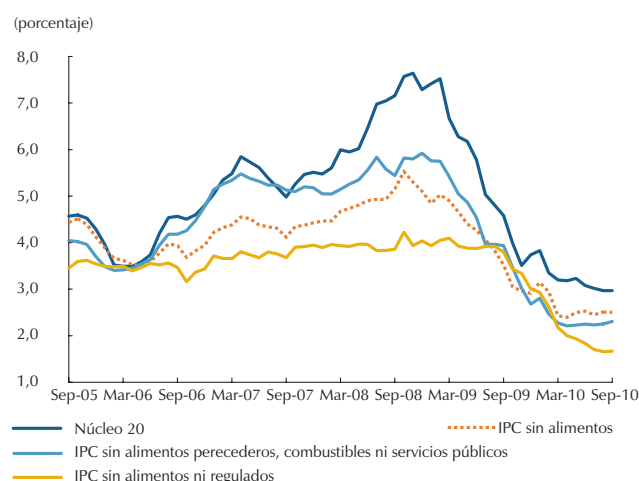
El promedio de los cuatro indicadores monitoreados regularmente por el Banco de la República mostró una relativa estabilidad durante el tercer trimestre, alrededor de 2,4%. Individualmente se observa que dos de los cuatro indicadores de inflación básica mantuvieron su nivel con respecto a junio pasado: el IPC sin alimentos en

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

	Ponderación	Crecimiento anual						Participación porcentual en la aceleración del tercer trimestre	Participación en puntos porcentuales en la aceleración (año corrido)
		Dic-09	Mar-10	Jun-10	Jul-10	Ago-10	Sep-10		
Inflación									
Total	100,0	2,0	1,8	2,2	2,2	2,3	2,3	100,0	100,0
Sin alimentos	71,8	2,9	2,4	2,5	2,4	2,5	2,5	(27,2)	(100,2)
Transables	26,0	1,4	0,3	(0,5)	(0,8)	(0,8)	(0,6)	(61,3)	(181,6)
No transables	30,5	4,4	3,8	3,8	3,8	3,7	3,6	(166,5)	(83,2)
Regulados	15,3	2,6	3,4	5,1	5,2	5,7	5,6	200,5	164,5
Alimentos	28,2	(0,3)	0,3	1,5	1,7	1,8	1,7	127,2	200,2
Perecederos	3,9	(7,0)	0,5	5,3	6,1	6,2	4,4	(107,8)	153,2
Procesados	16,3	(1,2)	(1,5)	(0,8)	(0,6)	(0,5)	(0,2)	231,7	56,6
Comidas fuera del hogar	8,1	4,7	3,8	4,3	4,2	4,3	4,3	3,4	(9,6)

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2
Indicadores de inflación básica anual



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

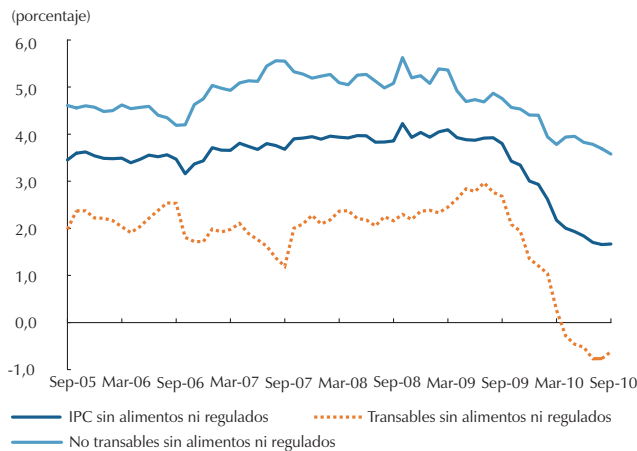
2,5% y el IPC sin alimentos, combustibles ni servicios públicos en 2,3%. Por el contrario, cayeron un poco el IPC sin alimentos ni regulados y el núcleo 20. Desde mayo pasado el IPC sin alimentos ni regulados, con 1,7%, viene situándose por debajo de la inflación objetivo de largo plazo (2% a 4%), mientras que el núcleo 20 continuó exhibiendo el mayor nivel (3,0%). Este último indicador ha presentado un sesgo al alza por el comportamiento de algunos rubros, como las comidas fuera del hogar y los servicios médicos (Gráfico 2).

Dentro del IPC sin alimentos la subcanasta de transables (sin regulados) descendió desde un nivel de 1,4% en diciembre pasado a uno de -0,5% en junio y a -0,6% en septiembre (Gráfico 3). Estos resultados han sido sistemáticamente más bajos que los previstos en

los *Informes sobre Inflación* anteriores. Dentro de este segmento de la canasta los rubros que más presiones bajistas han ejercido son los pasajes aéreos, diversos artículos electrónicos (de video, imagen y diversión) y aparatos de comunicaciones (celulares y accesorios).

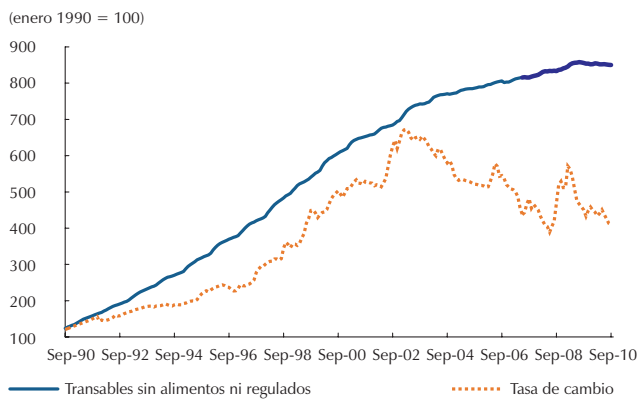
Las leves caídas en el IPC de transables sin alimentos ni regulados son atribuibles primordialmente a la apreciación del peso de los últimos trimestres; sin embargo, como se observa en el Gráfico 4, la conexión entre tipo de cambio e IPC de transables, desde 2003, es menor a la observada en décadas anteriores. Esto sugiere que

Gráfico 3
Inflación anual de transables y no transables sin alimentos ni regulados



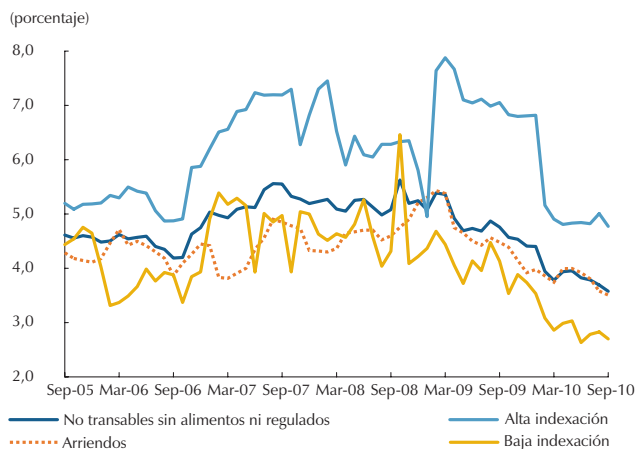
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4
IPC de transables sin alimentos ni regulados e índice de la tasa de cambio



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 5
Inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

otros factores por fuera de la tasa de cambio podrían estar desempeñando un papel cada vez más preponderante en la formación de este tipo de precios.

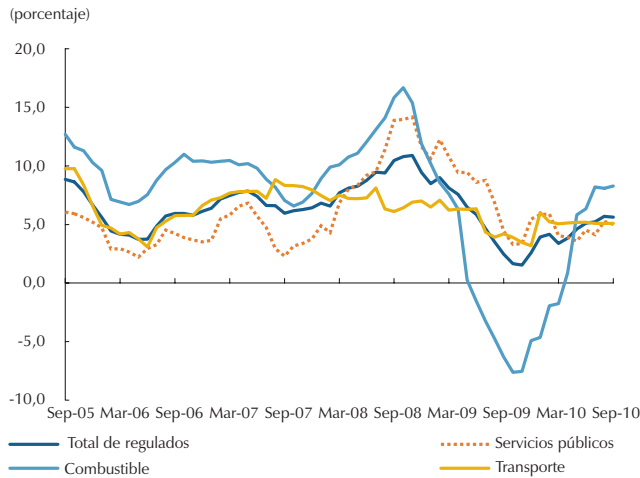
Con respecto al IPC de no transables sin alimentos ni regulados, también se observó una reducción de la variación anual en los últimos tres trimestres, pasando de 4,4% en diciembre de 2009 a 3,8% en junio y a 3,6% en septiembre del presente año. Aquí también los descensos han sido mayores que los previstos y sugieren que las presiones inflacionarias originadas en la demanda siguen contenidas y que el crecimiento económico ha tenido un efecto alcista menor sobre los precios que el anticipado en informes anteriores (Gráfico 3).

Dentro de este subgrupo sobresale el IPC de arriendos cuya variación anual pasó de 3,9% en junio a 3,5% en septiembre, siendo este el registro más bajo para dicho rubro desde 2003. En contraste, los rubros con baja indexación (2,70%) y los ítems altamente indexados (4,8%) mantuvieron el nivel que exhibieron tres meses atrás (Gráfico 5). Con respecto a diciembre del año pasado se ha presentado una desaceleración tanto en el IPC de rubros altamente indexados como en el de baja indexación, aunque mayor en el primer caso por el papel que han desempeñado los ajustes más moderados en los servicios de educación (pensiones y matrículas).

El único componente dentro del IPC sin alimentos que viene presionando la inflación al alza en lo corrido del año ha sido el de regulados. Este subgrupo pasó de crecer 2,6% en diciembre de 2009 a 5,1% en junio y a 5,6% en septiembre. Salvo por transporte (5,1%), todos los componentes de los regulados han contribuido a la mayor inflación del grupo entre junio y septiembre. El mayor impulso inflacionario se concentró en los combustibles (8,3%), y en menor medida en los servicios públicos (5,0%) (Gráfico 6). En el caso de los combustibles, sus precios han sido jalonados por los aumentos en el precio de la gasolina decretados por el gobierno durante lo corrido de 2010.

En los últimos meses se presentaron reducciones en las tarifas de energía que contrastan con los aumentos de comienzos de año y que en su momento se atribuyeron a los efectos del fenómeno de El Niño. Las reducciones recientes estarían relacionadas con el aumento de

Gráfico 6
Inflación anual de regulados y sus componentes



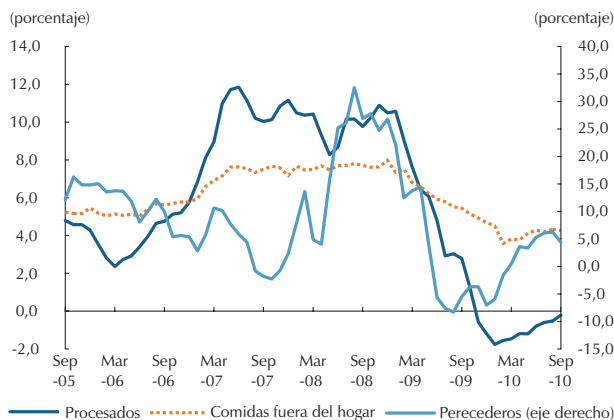
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 7
Inflación anual de alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 8
Inflación de alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

la pluviosidad y con la recuperación de los embalses debido a la consolidación del fenómeno de La Niña. Esto ha determinado una sustitución en la generación eléctrica de plantas térmicas (que tiene mayores costos de operación), por una a partir de centrales hidroeléctricas (de menores costos). El resultado ha sido una caída de los precios de bolsa de cerca del 40% en lo corrido del año, la cual se ha empezado a transmitir a los precios al consumidor.

2. Inflación de alimentos

Pese a los bajos ajustes en sus precios, los alimentos han impulsado la ligera aceleración de la inflación anual en Colombia durante lo corrido de 2010; sin embargo, en el tercer trimestre, y contrario a lo que se esperaba, este impulso se redujo sustancialmente. Así, mientras en diciembre de 2009 la variación anual de alimentos se situaba en terreno negativo (-0,3%), en junio aumentó a 1,5% y en septiembre fue de 1,7% (Gráfico 7).

En los últimos tres meses la única subcanasta de alimentos que ejerció presiones alcistas sobre la variación anual fue la de procesados, aunque los ajustes anuales se mantuvieron en terreno negativo (Cuadro 1 y Gráfico 8). Dentro de los procesados, bienes con bajo componente importado como panela, chocolate y dulces vienen presionando con fuerza la inflación al alza.

En el caso de perecederos, la variación anual se redujo (de 5,3% en junio a 4,4% en septiembre) y los precios de una buena cantidad de productos cayeron frente a los niveles observados en el segundo trimestre. Este comportamiento, que es usual para esta época del año, fue más marcado en esta oportunidad por una tendencia particularmente buena de la oferta y por una demanda aún débil (en especial por las pocas ventas a Venezuela).

Finalmente, el IPC de comidas fuera del hogar mostró estabilidad alrededor de 4,3% en los últimos cuatro meses. Este subgrupo depende no solo de los

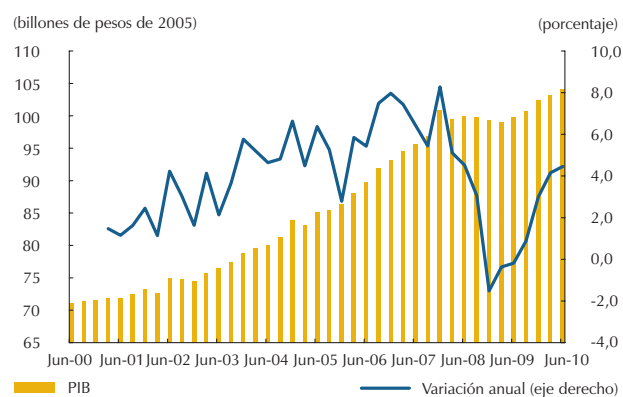
precios de los alimentos sino también del comportamiento de los salarios y de los servicios públicos y arriendos, entre otros.

B. DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

1. Demanda agregada

De acuerdo con el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en el segundo trimestre de 2010 la economía colombiana se expandió a una tasa anual de 4,5%, lo que equivalió a un crecimiento trimestral de 1% (Gráfico 9). El crecimiento anual fue superior al registrado en el primer cuarto del año, pero se ubicó en la parte inferior del rango previsto por el Banco de la República en el *Informe sobre Inflación* anterior (entre 4,3% y 5,5%).

Gráfico 9
Producto interno bruto (PIB)



Fuente: DANE.

Por tipo de gasto, la aceleración del producto interno bruto (PIB) se explicó por la dinámica de la demanda interna. A diferencia de lo que se observó durante 2008 y 2009, en lo corrido del presente año la demanda interna se expandió a un ritmo mayor que el del PIB, logrando compensar ampliamente la contribución negativa aportada por las exportaciones netas.

En la demanda interna se destacó el crecimiento del consumo de los hogares. Esta variable se incrementó a una tasa anual de 3,9%, con lo cual fue el componente del gasto que más contribuyó a la expansión del PIB en el segundo trimestre (Cuadro 2). Las compras de los hogares continuaron con el dinamismo que se observa desde finales del año pasado, impulsadas por la adquisición de bienes durables y semidurables, principalmente (Gráfico 10).

Como sucedió en los dos trimestres anteriores, en esta oportunidad el consumo privado volvió a contar con unas condiciones macroeconómicas favorables, dentro de las que sobresalen las bajas tasas de inflación y la apreciación del peso con sus efectos sobre el poder adquisitivo de los ingresos de los hogares. A ello se sumó una leve mejoría en las condiciones del mercado laboral y la disminución de la carga financiera¹ de los hogares, lo cual ha sido posible gracias a las bajas tasas de interés y al relativamente fácil acceso al crédito.

Un comportamiento positivo también se observó en la inversión, la cual registró un crecimiento de 24,2% en el segundo trimestre de 2010. Si bien dicho aumento no fue suficiente para situar este gasto en un nivel superior al observado un trimestre atrás, sí conllevó una aceleración importante en varios de sus componentes,

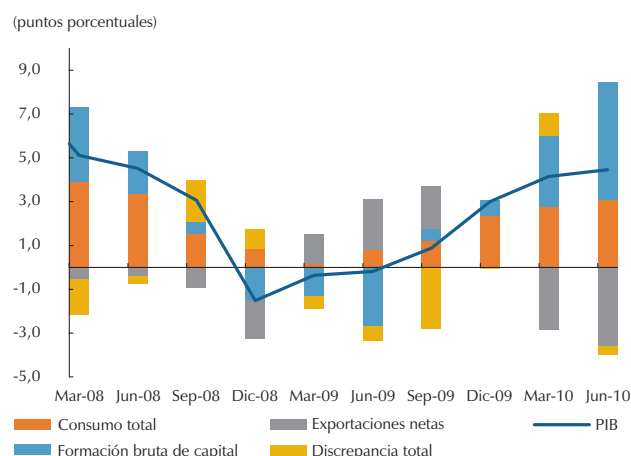
¹ Véase el *Reporte de Estabilidad Financiera* de septiembre de 2010.

Cuadro 2
Crecimiento del PIB por tipo de gasto

	Crecimientos anuales (porcentaje)			Contribuciones (pp)
	2009 Año completo	2010 I trim.	2010 II trim.	2010 II trim.
Consumo total	1,4	3,4	3,8	3,1
Consumo de los hogares	1,1	3,4	3,9	2,6
Bienes no durables	0,3	2,2	1,6	0,4
Bienes semidurables	5,6	8,6	10,7	0,7
Bienes durables	(12,1)	4,6	19,4	1,1
Servicios	2,1	2,9	3,0	0,4
Consumo final del Gobierno	2,8	6,3	5,9	0,9
Formación bruta de capital	(2,8)	13,1	24,2	5,3
Formación bruta de capital fijo	2,7	3,3	3,4	0,8
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,6	1,1	(1,6)	(0,0)
Maquinaria y equipo	(13,8)	(5,1)	17,8	1,1
Equipo de transporte	(13,2)	7,9	17,5	0,4
Construcción y edificaciones	(4,5)	(4,2)	(16,5)	(1,3)
Obras civiles	43,0	35,8	6,1	0,5
Servicios	4,2	5,9	4,0	0,0
Variación de existencias	(532,2)	(205,4)	(193,3)	4,5
Exportaciones totales	(2,8)	(10,3)	1,5	0,3
Importaciones totales	(7,9)	4,2	18,8	(3,9)
PIB	0,8	4,2	4,5	4,5

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 10
Contribuciones al crecimiento del PIB



Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

especialmente en aquellos asociados con la inversión privada más productiva, como las compras de maquinaria y equipo (con un crecimiento anual de 17,8%) y las de equipo de transporte (17,5%). De igual manera, durante este período se mantuvo la tendencia de acumulación de inventarios que comenzó a observarse desde comienzos de año. Cabe señalar que en el primer trimestre de este año y durante todo 2009 el crecimiento de la formación bruta de capital fijo había estado asociado principalmente con la inversión en obras civiles.

El comercio exterior, por su parte, aportó negativamente al crecimiento del PIB, pues las importaciones crecieron en mayor medida que las exportaciones. En el segundo trimestre de este año las compras externas

en pesos constantes continuaron creciendo, impulsadas por la adquisición de bienes para el consumo durable y de materias primas (aunque en menor medida). Así, para junio el nivel de las importaciones se acercaba a los máximos observados antes de la crisis internacional. Las exportaciones en pesos han tenido aumentos más modestos, pero sugieren una clara recuperación frente al estancamiento observado en 2009. Las ventas externas más dinámicas han sido las de minerales, entre ellos el petróleo.

Por el lado de la oferta, la industria y la minería fueron los sectores que más aportaron al incremento anual del PIB (Cuadro 3). En lo que respecta a la industria, las ventas al mercado interno fueron las más dinámicas, con un crecimiento anual de 5,3% en lo corrido del año a junio. Por el contrario, las ventas al mercado externo siguieron golpeadas por la débil demanda, las dificultades comerciales con Venezuela y la apreciación del peso. Estos factores incidieron para que en el primer semestre su crecimiento anual fuera de sólo 0,5%; no obstante, en algunos sectores, como en el de producción de vehículos, se emprendieron procesos de diversificación de mercados que permitieron exhibir buenos resultados en las ventas externas.

En el caso de la minería, el buen desempeño del sector sigue siendo explicado en buena parte por el continuo aumento de la producción petrolera, resultado de los importantes montos de recursos invertidos en el sector durante los últimos años y que han sido estimulados por los altos precios del crudo. Igualmente, la extracción de carbón,

Cuadro 3
Crecimiento del PIB por ramas de actividad económica

Rama de actividad	Crecimientos anuales (porcentaje)			Contribución en pp al crecimiento anual del II trimestre de 2010
	2009 Año completo	2010 I trim.	2010 II trim.	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	(0,4)	(1,3)	1,1	0,1
Explotación de minas y canteras	9,6	13,6	14,9	1,0
Industria manufacturera	(5,9)	4,7	8,4	1,0
Electricidad, gas y agua	1,4	6,3	3,3	0,1
Construcción	14,6	11,9	(5,6)	(0,4)
Edificaciones	(3,8)	(3,6)	(16,1)	(0,6)
Obras civiles	38,9	37,2	6,2	0,2
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	(2,3)	4,3	5,4	0,6
Transporte, almacenamiento y comunicación	0,0	2,4	4,2	0,3
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	3,1	1,8	3,2	0,7
Servicios sociales, comunales y personales	1,3	4,9	3,7	0,6
Subtotal valor agregado	1,4	4,5	4,4	4,0
Impuestos menos subsidios	(4,2)	3,6	5,9	0,5
PIB	0,8	4,2	4,5	4,5

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

oro, ferróníquel y otros productos mineros metálicos se mantuvo dinámica, creciendo a ritmos superiores al 10% anual.

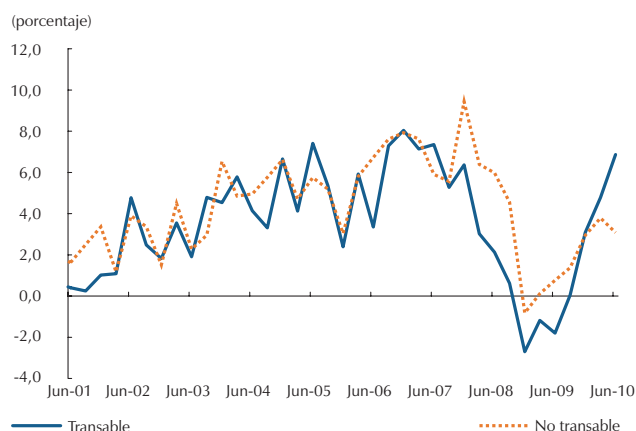
Otros sectores que también hicieron una contribución significativa al crecimiento fueron los servicios y el comercio (Cuadro 3). En el caso de los primeros cabe resaltar la significativa expansión que mantuvieron los servicios ofrecidos a las empresas (publicidad, consultorías, etc., con un crecimiento anual de 5,5%) y el no menos importante dinamismo de los servicios del Gobierno (que crecieron 4,0% en términos anuales). El comercio mayorista y minorista creció 6,5% anualmente, impulsado principalmente por las ventas de automóviles, equipos de informática y electrodomésticos, entre otros.

En contraste, el sector de más pobre desempeño durante el segundo trimestre fue la construcción de edificaciones, que se contrajo 16,1% en términos anuales, por debajo de lo esperado en informes anteriores. Este comportamiento, que también sorprendió a analistas y a gremios, pudo estar asociado con una caída en la relación área causada/área censada y podría revertirse en el segundo semestre, pues las obras en proceso

y las terminadas no mostraron retrocesos importantes. Dentro del sector, la construcción de vivienda de interés social se mantuvo dinámica e impidió que la caída del total fuera más pronunciada. El resto de vivienda y la construcción de oficinas, locales y bodegas tuvo un desempeño modesto.

Así las cosas, en el segundo trimestre de 2010 los sectores transables, liderados por la industria y la minería, mostraron un ritmo de expansión anual importante (6,9%), a pesar de la apreciación del peso y de las bajas ventas a Venezuela. Por su lado, los sectores no transables, dinamizados por el comercio y los servicios, crecen a una tasa anual de 3,1%, la cual es menor a la del trimestre anterior, por cuenta principalmente de la fuerte caída de la construcción de edificaciones (Gráfico 11).

Gráfico 11
PIB de los sectores transable y no transable^{a/}
(crecimiento anual)



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

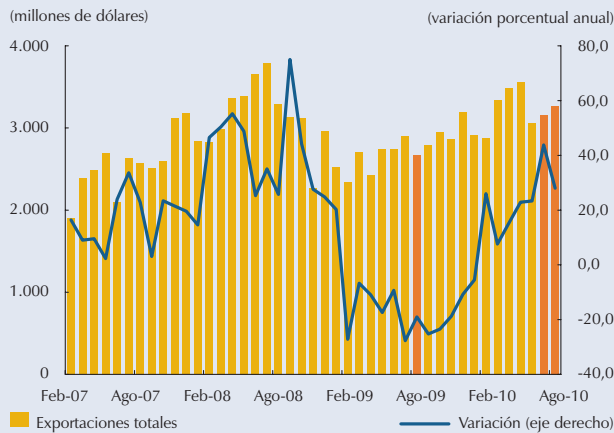
EXPORTACIONES E IMPORTACIONES EN DÓLARES EN JULIO Y AGOSTO DE 2010

Durante los meses de julio y agosto de 2010 las exportaciones totales en dólares sumaron en promedio US\$3.212 m, registrando un incremento de 15,3% con respecto al mismo período del año anterior (Gráfico A). Este comportamiento se explica por el mayor valor de las exportaciones del sector minero, las cuales aumentaron 30,0%, y del sector industrial, que crecieron 5,7%. En volúmenes las ventas al exterior de

dichos sectores presentaron incrementos de 13,9% y 8,7%, respectivamente.

Las exportaciones de los principales productos (café, carbón, ferróníquel, petróleo y derivados) representaron el 66% del total de las ventas externas de julio y agosto, aumentando 36% en valores y 16% en volúmenes durante estos meses,

Gráfico A
Exportaciones totales
(mensual)

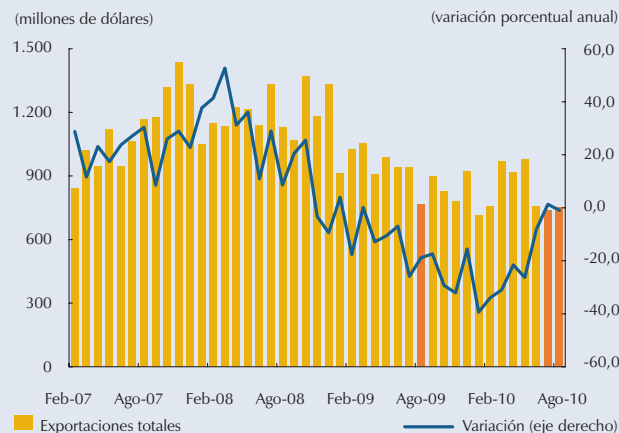


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

frente al mismo período del año pasado. Los destinos de estos productos fueron principalmente los Estados Unidos, China, Países Bajos, Canadá y República Dominicana.

Por su parte, durante estos meses el valor en dólares de las exportaciones del sector industrial, sin tener en cuenta los principales productos (café, derivados del petróleo, ferróníquel y oro), fue menor en 12,8% al observado durante el mismo período de 2009 (Gráfico B). Por destinos, en julio y agosto las ventas a Venezuela de los productos de dicho sector se contrajeron 72% anual, mientras que a los Estados Unidos y al resto de países (sin los Estados Unidos ni Venezuela) aumentaron 8,0% y 13,5% en términos anuales, respectivamente (Gráfico C). Cabe destacar que a Ecuador dichas ventas aumentaron en términos anuales 33,0%, a la Unión Europea -4,2%, a los países de la Asociación Latinoa-

Gráfico B
Exportaciones industriales sin principales productos
(mensual)

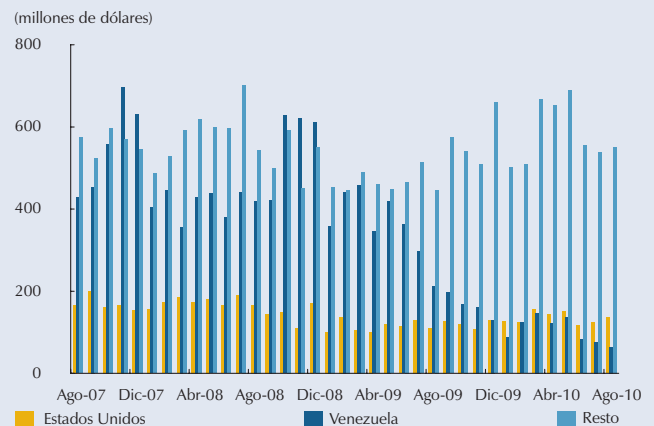


Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

mericana de Integración (Aladi), sin Venezuela, 36,7% y a Asia -6,1%; destinos que, sumados, representan el 55% de las exportaciones industriales sin principales productos.

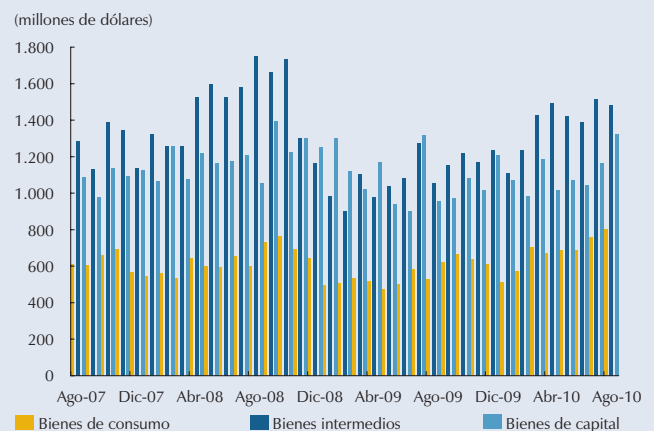
En cuanto a las importaciones totales (CIF), en julio y agosto éstas fueron en promedio US\$3.522 m, valor mayor en 23,1% al registrado en el mismo período del año anterior. El aumento de las importaciones se debió principalmente a las mayores compras de bienes de consumo (39,9%), particularmente de bienes duraderos, y de bienes intermedios (28,6%), específicamente combustibles y bienes para la industria. Las compras de bienes de capital, por su parte, registraron un crecimiento de 9,4% anual durante dicho período, debido a las mayores compras de bienes para la industria (Gráfico D).

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



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

Gráfico D
Importaciones de bienes (CIF)



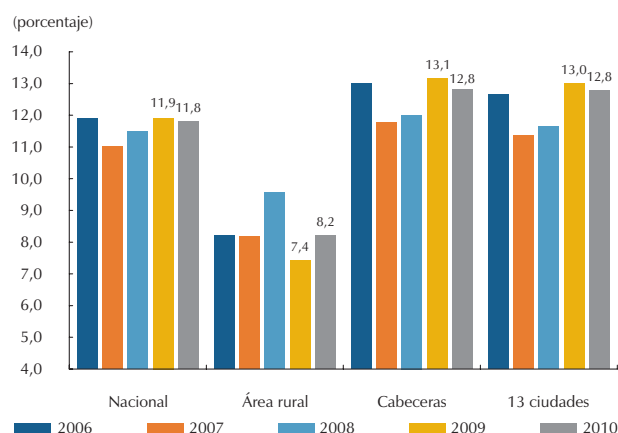
Fuente: DANE.

2. Mercado laboral y costos salariales

Los datos disponibles para el tercer trimestre muestran señales mixtas sobre el mercado laboral. Aunque el desempleo disminuyó frente a los niveles del año anterior, el descenso fue modesto y no representó una mejoría frente a los niveles de principios de 2010. Por otra parte, la creación de empleo fue significativa, pero la calidad de éste se habría deteriorado una vez se examina la información desagregada.

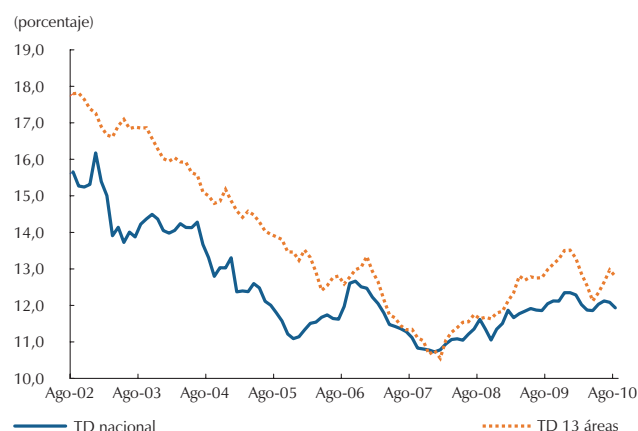
Dado lo anterior, y teniendo en cuenta las estimaciones del Banco para los próximos meses, puede afirmarse que la situación del mercado laboral es aún holgada y puede permanecer así al menos en lo que resta del año. Esto, sumado a la información disponible sobre la evolución de los salarios para el próximo año, podría indicar que los ajustes de los costos laborales seguirán aplicándose apegados a la meta de inflación de largo plazo.

Gráfico 12
Tasa de desempleo
(trimestre móvil)
(junio-julio-agosto)



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

Gráfico 13
Tasa de desempleo (TD)
(trimestre móvil desestacionalizado)



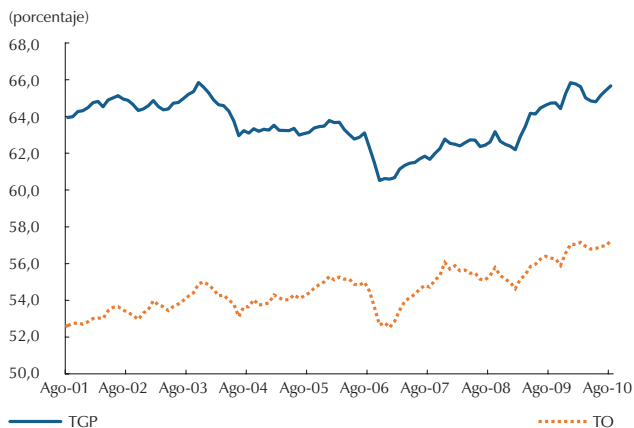
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Según la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH), en lo corrido del tercer trimestre el desempleo continuó descendiendo frente a los altos niveles observados el año anterior. De esta manera, para el trimestre de junio a agosto la tasa de desempleo para el total nacional pasó de 11,9% en 2009 a 11,8% en 2010. En las trece áreas el descenso fue un poco mayor, pasando de 13,0% en el mismo período de 2009 a 12,8% en 2010 (Gráfico 12).

Las reducciones de la tasa de desempleo (TD), sin embargo, son modestas si se tiene en cuenta el ritmo de recuperación de la actividad económica. Más aún, cuando se analizan las series desestacionalizadas se observa que a lo largo del trimestre la TD para el total nacional se mantuvo estancada en niveles relativamente altos en los últimos tres trimestres y que la de grandes áreas urbanas se incrementó levemente en el mismo período (Gráfico 13).

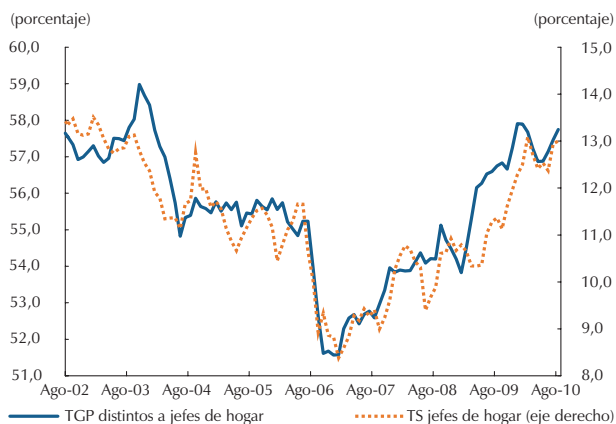
El escaso descenso de la TD está relacionado principalmente con la presión que ejerce el aumento de la oferta laboral, como se evidencia desde junio con el incremento de la tasa global de participación (TGP) para las 13 ciudades principales (Gráfico 14). Existen varios factores que pueden estar afectando la oferta de trabajo. Uno de ellos es la entrada al mercado laboral de agentes distintos a los jefes de hogar. La experiencia colombiana parece indicar que la decisión de participación de dichos agentes secundarios estaría relacionada con aspectos como los ingresos de los jefes de hogar, la estabilidad de su empleo y con factores demográficos.

Gráfico 14
Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

Gráfico 15
Tasa de subempleo de jefes de hogar (TS) y tasa global de participación (TGP) de los no jefes
(13 áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

La información disponible apunta a que estos factores no se han recuperado plenamente en lo corrido de 2010. En primer lugar, aunque es posible que el ingreso real de los hogares haya superado ya los bajos niveles de 2009, hechos como una reducción en las remesas aún pueden estar afectándolos, especialmente en algunas regiones del país como el Eje Cafetero. En segundo lugar, la recuperación del empleo de los jefes de hogar no ha venido acompañada de una mayor estabilidad y una mejoría en la calidad de los empleos. La relación que se observa entre la tasa de subempleo de los jefes de hogar y la TGP de los no jefes sugiere que la baja calidad del empleo de los jefes de hogar está impulsando la entrada de trabajadores secundarios al mercado laboral (Gráfico 15). Finalmente, la migración interna y una menor emigración de colombianos al exterior también puede estar presionando la participación laboral.

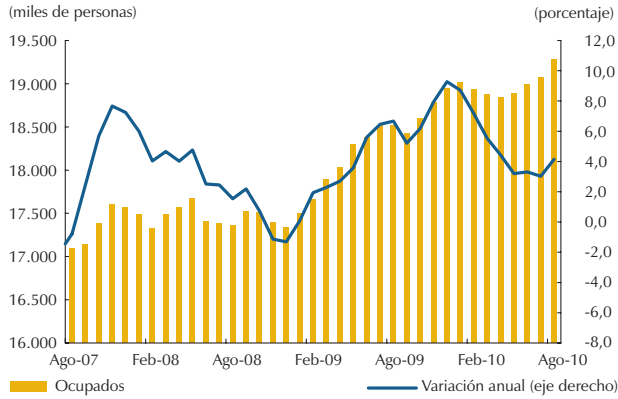
Con respecto a la demanda de trabajo, la GEIH muestra que el empleo total siguió creciendo en términos anuales, incluso a un mayor ritmo que en trimestres anteriores. Al examinar las series desestacionalizadas se observa, además, un incremento en el número de ocupados frente a los niveles del primer semestre, especialmente en el total nacional (Gráfico 16). No obstante, buena parte de la recuperación del empleo se debe a la creación de trabajos no asalariados, mientras que el empleo asalariado ha aumentado sólo levemente. Lo anterior sugiere una actividad económica que todavía tiene espacio para recuperarse y una mayor incidencia del empleo informal y de baja calidad (Gráfico 17).

Adicionalmente, el mayor número de trabajadores no asalariados no es necesariamente el reflejo de una mayor demanda de trabajo. Por el contrario, la información disponible parece indicar que el incremento en este tipo de ocupados es un reflejo de la mayor oferta de trabajadores (Gráfico 18). Éstos entran al mercado cuando la actividad económica se encuentra deprimida y encuentran empleo en posiciones ocupacionales de baja calidad, como los trabajadores cuenta propia y los trabajadores sin remuneración.

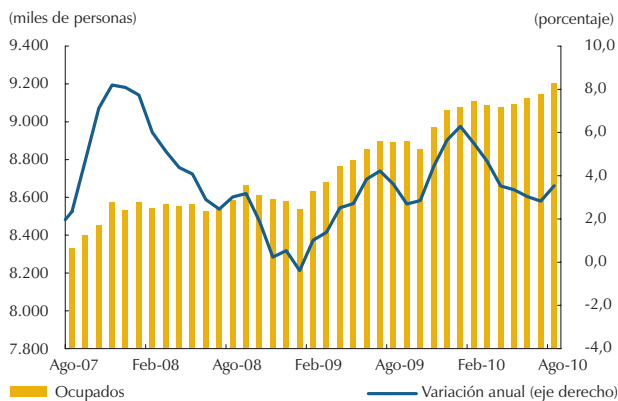
A pesar de estos hechos, algunas fuentes de información disponibles dan luces sobre una eventual recuperación del empleo asalariado hacia futuro. Por una parte, aunque el empleo en la gran industria continúa afectado, en las grandes empresas de comercio se ha expandido de la mano de un mayor volumen de ventas (Gráfico 19). Por otra parte, a juzgar por las expectativas positivas de contratación en los

Gráfico 16

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

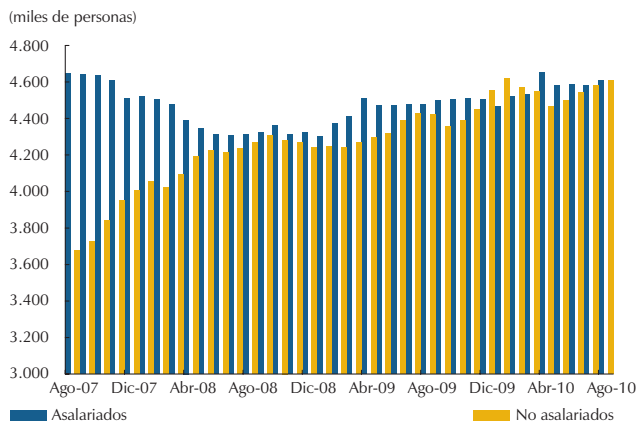


B. Ocupados en las 13 áreas metropolitanas (trimestre móvil desestacionalizado)



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

Gráfico 17
Ocupados por tipo de empleo (13 áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



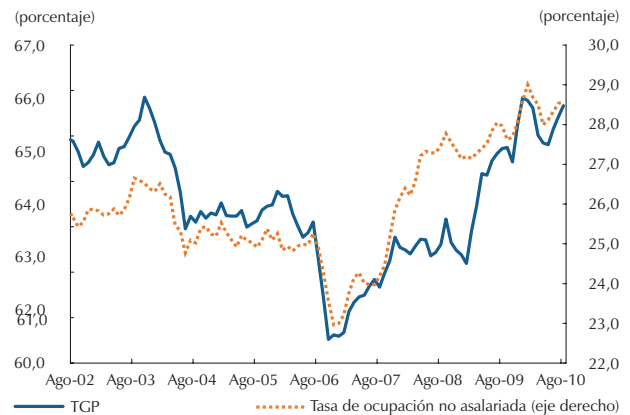
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

distintos sectores económicos, derivadas de la encuesta mensual de expectativas del Banco de la República, cabe esperar que aumente la contratación de empleados en el corto o mediano plazos.

Ahora bien, debido a que en las condiciones laborales actuales ha primado la expansión de la oferta de trabajo, las presiones sobre los salarios han sido reducidas. Esto también ha sido posible porque las expectativas de inflación siguen controladas (como se expone más adelante) y porque el ajuste del salario mínimo para este año fue bajo.

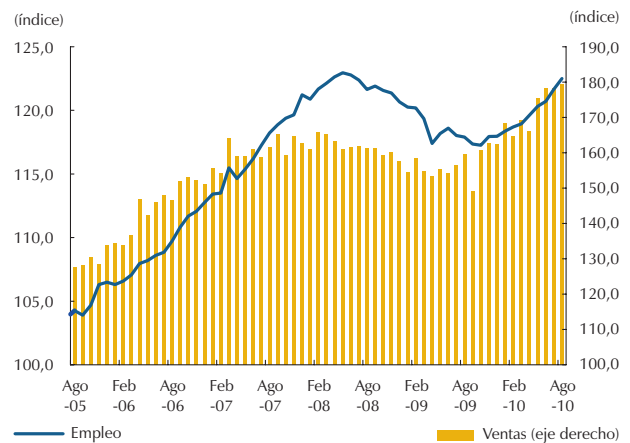
Todo lo anterior siguió permitiendo incrementos en los salarios un poco menores que en trimestres anteriores y

Gráfico 18
Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación no asalariada (13 áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



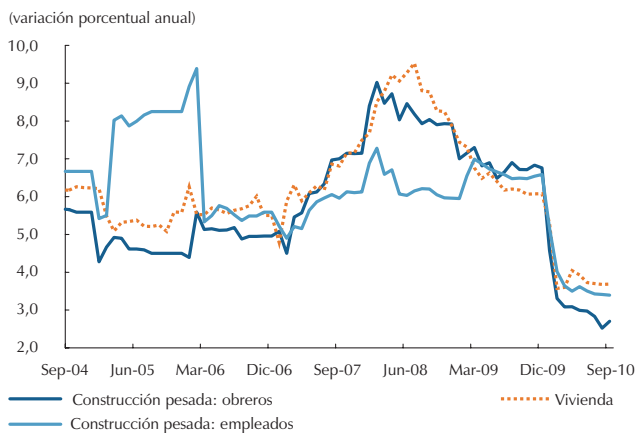
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 19
Empleo y ventas en el comercio (desestacionalizado)



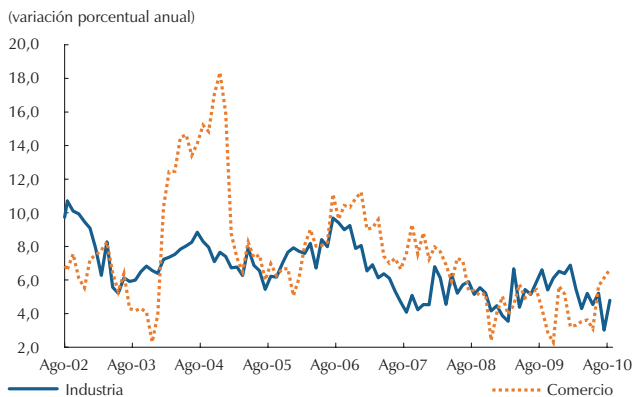
Fuente: DANE (MMCM); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 20
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, ICCV).

Gráfico 21
Índice de salarios sectoriales nominales: industria y comercio



Fuente: DANE (MMM y MMCM).

que son compatibles con las metas de inflación de largo plazo. En efecto, en septiembre el ritmo anual de ajuste de los salarios nominales en la construcción se ubicó entre 2,7% y 3,7%, frente a un rango de 3,0% y 3,9% en el segundo trimestre (Gráfico 20). Así mismo, el ajuste en la industria se realizó en agosto a un ritmo de 4,8% anual, frente a 5,0% en promedio para el segundo trimestre. Sólo en el caso del comercio se observó una aceleración, ya que el salario nominal de esta rama pasó de ajustarse en 4,1% en promedio en el segundo trimestre a crecer 6,6% anual en agosto (Gráfico 21). Cabe señalar que allí es donde más se ha observado contratación de mano de obra.

Para los próximos trimestres existen algunos factores que pueden afectar de manera distinta los salarios. Por un lado, si se consolida el crecimiento de la demanda de trabajo y especialmente del asalariado, y si a esto se suma un menor ritmo de crecimiento de la oferta laboral (como se espera), se podrían observar algunas presiones al alza en los salarios. Por otro lado, es posible que la TD se mantenga por un tiempo por encima de lo que se considera como su nivel natural o no inflacionario (*non-accelerating inflation rate of unemployment*, Nairu por su sigla en inglés), según se muestra en la sección I.4 de este informe. Esto implica que el mercado laboral permanecerá relativamente holgado en lo que resta de este año, e incluso a comienzos del próximo, limitando las presiones sobre los costos salariales. Al respecto, la información disponible apunta a que será este último efecto el que primará en 2011. Según el Ministerio de la Protección Social, la mayoría de los

ajustes salariales para trabajadores que se encuentran cobijados por convenciones colectivas se realizará en línea con la meta de inflación de largo plazo, más alguna ganancia por productividad² (Cuadro 4).

Cuadro 4
Porcentaje de beneficiados por nivel de incremento salarial pactado para el siguiente año

	<= 4	> 4	IPC	IPC + (0,1]	IPC + (1,2]	IPC + > 2
Pactado en 2009 (cifras a octubre) ^{a/}	0,0	2,3	69,7	18,4	9,0	0,6
Pactado en 2010 (cifras a octubre) ^{b/}	1,3	10,8	30,7	31,2	17,3	8,7

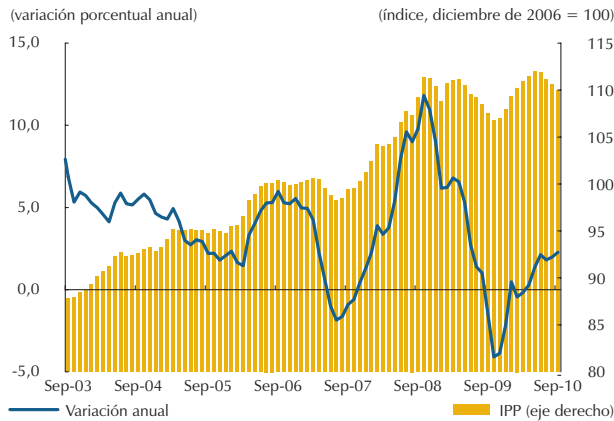
a/ 310 convenciones colectivas en el ámbito.

b/ 231 convenciones colectivas en el nivel nacional.

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

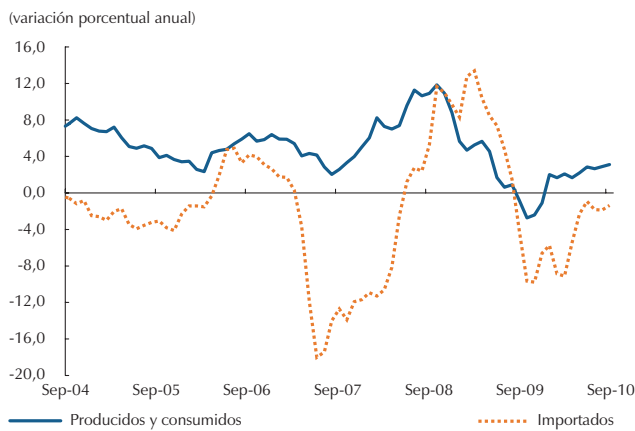
2 Según tales cálculos, 80,5% de los ajustes se realizarán ya sea con respecto a la inflación de 2010, con respecto a la inflación más un punto porcentual, con respecto a la inflación más dos puntos porcentuales o por debajo de 4%.

Gráfico 22
IPP total



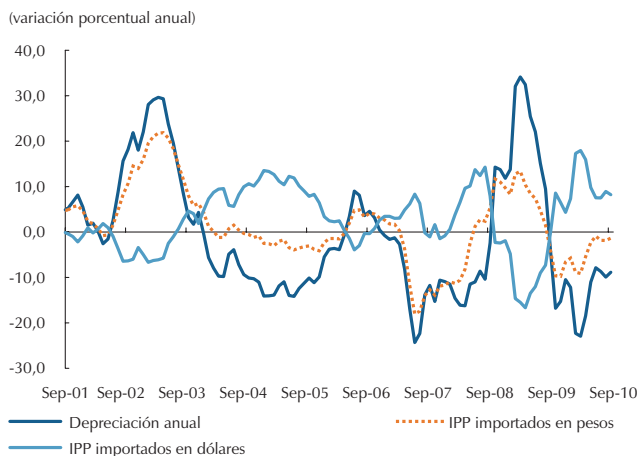
Fuente: DANE.

Gráfico 23
IPP por procedencia



Fuente: DANE.

Gráfico 24
IPP implícito en dólares



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Dado todo lo anterior, en este informe no se contempla presiones importantes por parte de costos salariales hacia los próximos trimestres. Así, es previsible que los salarios para el mayor número de ramas de la producción se sigan ajustando a tasas cercanas a las del rango meta de largo plazo para la inflación (entre 2% y 4%).

3. Otros costos

En el tercer trimestre las variaciones anuales de los precios del productor y de los costos no salariales se incrementaron levemente, aunque el aumento provino de los bienes nacionales, ya que los importados se redujeron, en parte, gracias a la revaluación del tipo de cambio. Como resultado, la inflación anual al productor, medida por el índice de precios del productor (IPP), se aceleró de 2,1% en junio a 2,3% en septiembre (Gráfico 22).

A pesar de la aceleración de la inflación anual del productor, los crecimientos mensuales de los últimos meses han sido negativos: entre julio y septiembre la inflación mensual promedio fue de -0,6%. Es por eso que el aumento en la inflación anual es, sobre todo, el resultado de una base de comparación baja, dada la caída importante de precios observada en el segundo y tercer trimestres de 2009 (Gráfico 22).

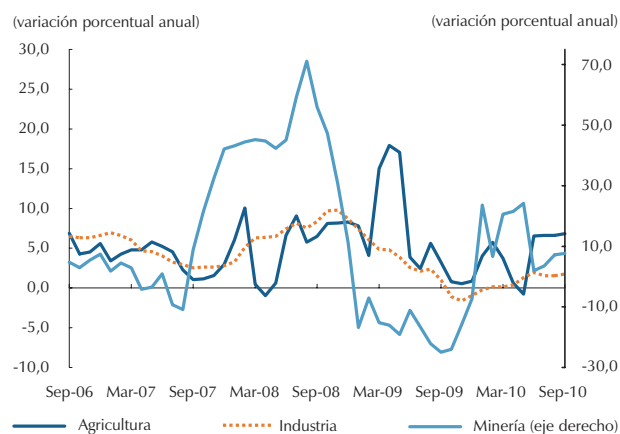
Al descomponer por procedencia, los aumentos en las variaciones anuales se presentaron sólo en el IPP de producidos y consumidos, ya que el IPP de importados se desaceleró en el trimestre. Estas tendencias llevaron a que el componente nacional llegara a una variación anual de 3,1% en septiembre frente a 2,9% en junio. Por su parte, el rubro de importados registró una tasa de -1,4% frente a -0,9% anual en junio (Gráfico 23).

El IPP de importados continuó en niveles bajos dada la apreciación acumulada del peso colombiano, la cual se profundizó en el tercer trimestre; esto explica las variaciones anuales negativas en este indicador (Gráfico 24). Como se mencionó en el informe anterior, para lo que resta del año es probable que el IPP importado empiece a mostrar variaciones anuales positivas, incluso si el tipo de cambio se mantiene estable y los precios

en dólares no aumentan. Esto se debe a que el IPP importado cayó fuertemente en igual período de 2009, lo que ofrece una base de comparación aún baja para el cuarto trimestre.

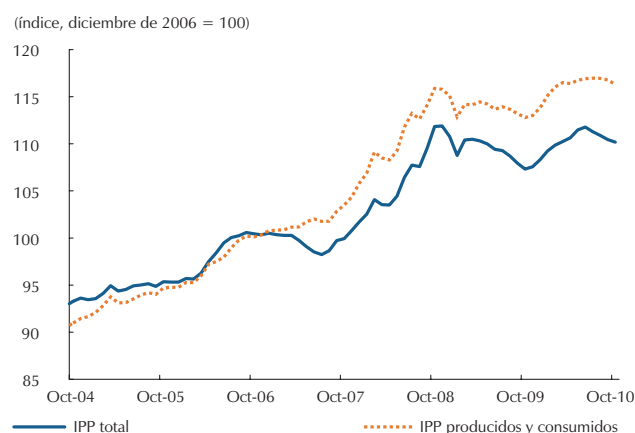
En los bienes producidos y consumidos, la mayor variación anual en el tercer trimestre estuvo asociada exclusivamente con el sector minero, el cual pasó de crecer a una tasa anual de 1,9% en junio a una de 7,7% anual en septiembre. Por su parte, los costos nacionales de los sectores industrial y agropecuario no sufrieron cambios de importancia en el trimestre, y crecieron en septiembre a tasas anuales de 1,8% y 6,8%, respectivamente (Gráfico 25). Nuevamente, como en el caso del IPP total, la aceleración del sector minero está explicada por una baja base de comparación, y al analizar los cambios en el margen para los últimos meses se observa que los precios del productor en la minería han caído.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 26
Índice de precios del productor (IPP) desestacionalizado



Fuente: DANE.

Para examinar mejor las tendencias del IPP y de los costos, conviene analizar el comportamiento de las series desestacionalizadas. Se observa que los precios del productor totales cayeron en septiembre por tercer mes consecutivo, y los producidos y consumidos se estabilizaron desde mayo de este año (Gráfico 26).

En conclusión, a pesar de algunas alzas en las variaciones anuales de los costos del productor, los costos no salariales no ejercieron presiones alcistas en el tercer trimestre del año. Para los próximos meses, si los precios internacionales no presentan incrementos adicionales y el tipo de cambio se mantiene estable, no deberán observarse presiones inflacionarias originadas en los costos.

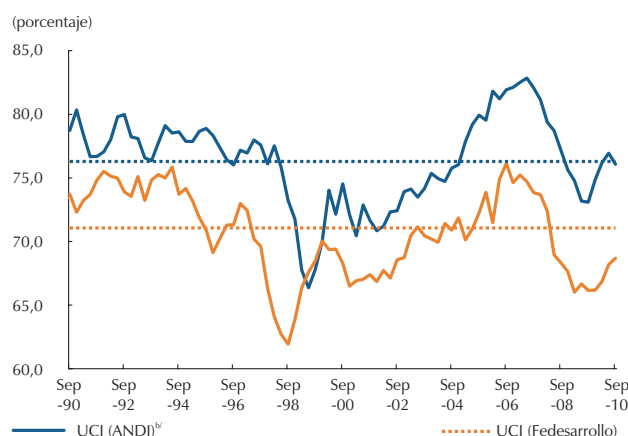
4. Excesos de capacidad productiva y presiones de demanda

Los excesos de capacidad productiva (o balance entre producción y oferta potencial) son uno de los determinantes de las presiones inflacionarias. En 2010 estos excesos han seguido siendo importantes, lo que se ha traducido en bajas presiones inflacionarias, pese al relativamente alto crecimiento de la demanda. Al igual que en el informe anterior, se espera que hacia los próximos meses la producción se mantenga aún por debajo de su nivel potencial, manteniendo controladas estas presiones sobre los precios.

Durante el tercer trimestre de 2010 los indicadores de capacidad productiva de la Asociación Nacional

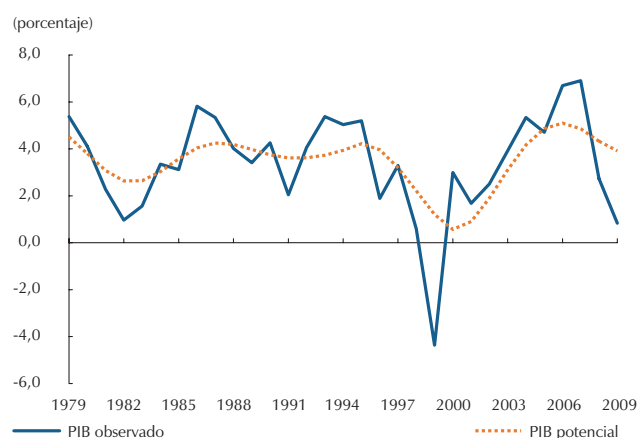
de Empresarios de Colombia (ANDI) y de Fedesarrollo presentaron algunas señales mixtas. Por una parte, la información de Fedesarrollo apunta a una utilización de capacidad instalada que continuó recuperándose, aunque aún por debajo de su promedio histórico. Por otro lado, el indicador de la ANDI dejó de incrementarse y se ubicó cerca del promedio histórico. Según Fedesarrollo, la capacidad instalada llegó a 68,8% en el tercer trimestre, cifra superior en 2,5 puntos porcentuales (pp) al dato del tercer trimestre de 2009, pero aún 2,2 pp inferior a su promedio histórico. De acuerdo con la ANDI, la utilización de la capacidad instalada fue de 77,6% en agosto de 2010, 4,0 pp superior al mismo período de 2009 y 1,2 pp por encima del promedio de la serie (Gráfico 27). En general, las dos cifras parecen apuntar a que persisten los excesos de capacidad en la industria.

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. El dato del segundo trimestre corresponde al promedio de julio y agosto.
Fuentes: ANDI y Fedesarrollo.

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



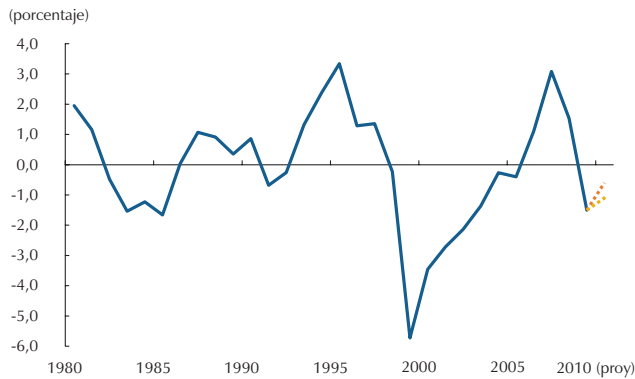
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Con respecto a las condiciones del mercado laboral, los cálculos del Banco indican que la tasa de desempleo observada hoy en día se encuentra aún por encima de aquella compatible con una inflación estable (Nairu), lo cual es un reflejo de que el mercado laboral sigue presentando un exceso de oferta. De esta forma, no son sólo los excesos de capacidad productiva ya mencionados, sino también la brecha en el mercado laboral, son factores que estarían determinando unas presiones inflacionarias de demanda leves.

Al igual que en el informe pasado, en éste se espera que en 2010 la economía presente un crecimiento potencial en un rango entre 3,5% y 4,0%, que sería ligeramente mayor al estimado para 2009 (Gráfico 28). Esto se debe principalmente a un mayor crecimiento de la fuerza de trabajo y a que el deterioro de la productividad multifactorial sería menos profundo en 2010 que lo estimado para 2009.

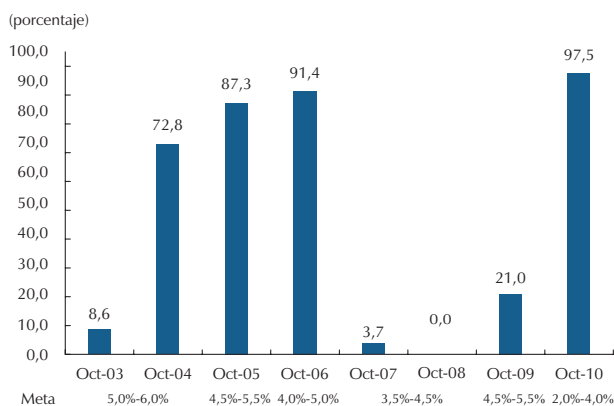
No obstante, y como se ha hecho en informes anteriores, cabe señalar que dicho crecimiento potencial es menor que el estimado para los años que precedieron a la crisis internacional. Esto se debe a que en períodos de recesión es normal observar un uso menos eficiente de los recursos productivos, una pérdida en la calificación de la fuerza laboral y una mayor obsolescencia del capital fijo, todo lo cual conduce a una menor capacidad de crecimiento potencial. Adicionalmente, durante los últimos dos años se han presentado choques como el del cierre del comercio con Venezuela que, de volverse permanentes, pueden ser un golpe al crecimiento de largo plazo. Todas estas circunstancias han ocasionado una productividad

Gráfico 29
Brecha del producto
(promedio anual)



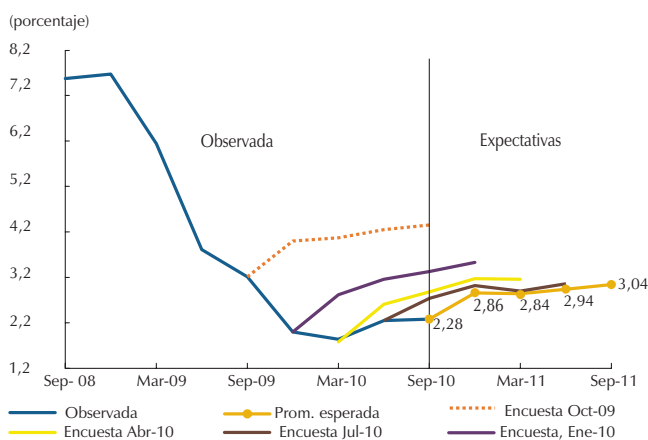
(proy): proyectado.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 30
Porcentaje de credibilidad en la meta de inflación de los años
2003 a 2010
(encuesta aplicada en octubre de cada año)



Fuente: Banco de la República

Gráfico 31
Inflación observada y expectativas de inflación
(a tres, seis, nueve y doce meses)
(inflación anual)



Fuente: Banco de la República.

multifactorial que cayó en 2009 y 2010, según las estimaciones del Banco.

En consecuencia, dado el crecimiento esperado de la economía en 2010 (el cual se discute en el tercer capítulo de este informe) y el rango de crecimiento potencial mencionado, los cálculos del equipo técnico apuntan a que la brecha del producto se cerraría en 2010 frente a 2009, pero continuaría en terreno negativo. De hecho, las estimaciones indican que la brecha del PIB se ubicaría para el promedio del año entre -1,1% y -0,6% (Gráfico 29), cifras muy similares a las presentadas en el Informe anterior.

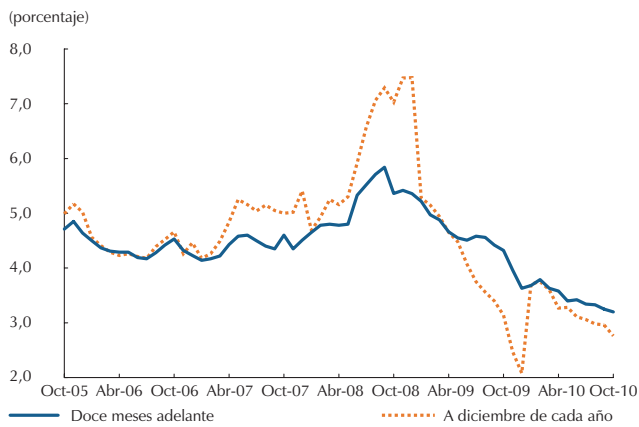
5. Expectativas de inflación

Entre junio y septiembre las expectativas de inflación de los agentes económicos a diferentes horizontes se mantuvieron en niveles compatibles con el rango meta de largo plazo definido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) (entre 2% y 4%). Si bien los diferentes indicadores disponibles disminuyeron nuevamente frente a las mediciones registradas en el informe anterior, en la mayoría de los casos se sigue esperando un ascenso de la inflación a cerca de 3% hacia mediados del próximo año.

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 octubre de 2010 la inflación promedio esperada para finales de 2010 era de 2,9% (frente a 3,0% prevista en la encuesta de julio de 2010) y de 3,0% para septiembre de 2011. En la misma encuesta cerca del 98% de los consultados prevén que la inflación se ubique dentro del rango meta fijado por la JDBR para finales del presente año (gráficos 30 y 31).

Por su parte, la encuesta mensual de expectativas efectuada a operadores del mercado financiero muestra una inflación total esperada para diciembre de 2010 de 2,8%, por debajo de la reportada en el *Informe sobre Inflación* anterior (3,1%). Este indicador se ha venido reduciendo en los últimos trimestres, y se ubicó ya en la parte inferior del rango meta de inflación (Gráfico 32). Para las expectativas a un horizonte de doce meses (es

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

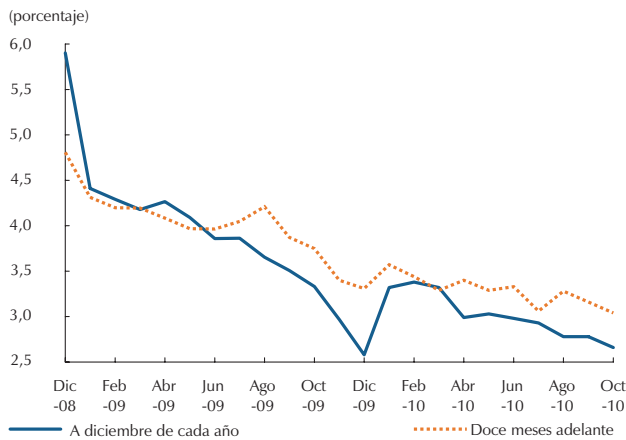


Fuente: Banco de la República.

decir, a octubre de 2011), esta misma encuesta muestra un valor de 3,2%, es decir, 14 pb por debajo de la medición efectuada en julio (Gráfico 32).

Para el caso de la inflación sin alimentos, en la misma encuesta los operadores del sistema financiero prevén 2,7% en diciembre de este año y en 3,0% para octubre del próximo año (Gráfico 33). Esto implicaría una inflación implícita de alimentos de 3,0% a diciembre del presente y de 3,6% doce meses adelante.

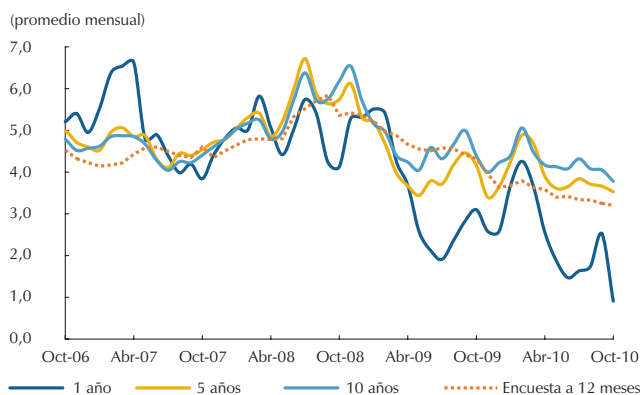
Gráfico 33
Pronóstico de inflación anual sin alimentos, según bancos y comisionistas de bolsa



Fuente: Banco de la República.

Finalmente, las expectativas de inflación promedio obtenidas de los TES (con datos preliminares de octubre) se ubican en 1,1%, 3,6% y 3,9% para los títulos a 1, 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 34). Éstas han presentado una disminución importante desde comienzos de año, y hoy en día todas se ubican dentro del rango meta de largo plazo (2% a 4%). Algunas de estas medidas habían presentado repuntes en los últimos meses que, sin embargo, se revirtieron. Al respecto vale la pena tener en cuenta que los indicadores obtenidos a partir de los TES pueden verse distorsionados por las primas de liquidez de los títulos de tasa fija y UVR, y por la prima de riesgo de inflación.

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



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

Recuadro 1 EL EFECTO BALASSA-SAMUELSON EN COLOMBIA*

Rafael Puyana Martínez-Villalba**

A lo largo del tiempo la teoría económica ha debatido los determinantes de la tasa de cambio real (TCR). Uno de los más aceptados es la productividad, cuya incidencia sobre la TCR se denomina el efecto Balassa-Samuelson (B-S). Sin embargo, dicha relación no ha podido ser probada de manera clara para Colombia, y hacerlo resulta importante por cuanto constituiría evidencia empírica de que uno de los fundamentos detrás de los movimientos de la TCR es la productividad del país. En este recuadro, que resume los resultados de Puyana (2010), se presenta una metodología sencilla para mostrar la existencia del efecto B-S en Colombia.

1. Discusión teórica y empírica del efecto B-S

La discusión de este efecto surgió del trabajo de Roy Harrod (1933), Bala Balassa (1964) y Paul Samuelson (1964). No obstante, sus aportes fueron tan sólo descriptivos, y fue sólo en la década de los noventa cuando los trabajos de Rogoff (1992), Asea y Mendoza (1994), y De Gregorio (1994) lograron modelar el efecto de manera rigurosa. En aquellos modelos, un incremento en la productividad del sector transable conllevará alzas salariales en dicho sector, sin que necesariamente existan incrementos en los precios de sus bienes. Los trabajadores del sector no transable demandarán un mayor salario, pero, al no haber un incremento en la productividad en dicho sector, allí se experimentarán incrementos en el costo total y en los precios de sus bienes. Ello conducirá a un incremento de los precios relativos de los no transables frente a los transables. En el trabajo de Rogoff este resultado se resume en la ecuación (1):

$$\dot{P}^{NT/T} = \left(\frac{\theta^T}{\theta^{NT}} \right) \dot{A}^T - \dot{A}^{NT} \quad (1)$$

Donde $P^{NT/T}$ es el precio relativo de los no transables, θ^T y θ^{NT} son la participación del factor trabajo en la producción de transables y no transables respectivamente, A^T y A^{NT} son la productividad en los sectores transable y no transable, en su orden, y las variables con puntos son crecimientos. Adicio-

nalmente, puede mostrarse que si se cumple la paridad de poder adquisitivo (PPA) en los bienes transables, y bajo otros supuestos, la TCR se puede aproximar con la relación entre P^{NT/T^*} (precios externos de no transables) y $P^{NT/T}$. Por tanto, si estos precios relativos están determinados por la productividad de los transables, puede esperarse que un incremento de la productividad relativa local lleve a una apreciación real de la tasa de cambio (ecuación 2):

$$q = \frac{P^{NT/T^*}}{P^{NT/T}} \cong \frac{\hat{A}^*}{\hat{A}} \quad (2)$$

Donde q es la TCR, $\hat{A} = \frac{A^T}{A^{NT}}$ es la productividad relativa local y $\hat{A}^* = \frac{A^{T^*}}{A^{NT^*}}$ es la productividad relativa en el resto del mundo.

En el frente empírico los trabajos de David (1972), Officer (1976), Asea y Mendoza (1994), y De Gregorio et al. (1994) indican que la especificación ideal para la estimación del efecto B-S debería incorporar una distinción rigurosa entre sectores transables y no transables, así como la inclusión de un país numerario que desempeñe el papel de la economía internacional. Además, debería estar estimado con información de la productividad total de los factores (PTF) de cada sector, y no con medidas de ingreso o productividad agregada.

Para el caso de Colombia se han realizado pocas pruebas empíricas del efecto de la productividad sobre la tasa de cambio, pero en general los resultados no son concluyentes¹; no obstante, este hecho puede estar explicado por el uso de aproximaciones de la productividad distintas a la PTF, por la ausencia de un país numerario, o por la falta de distinción entre transables y no transables.

Dado lo anterior, en este estudio se realiza una medición de la PTF relativa de sectores transables y no transables dentro de la industria colombiana, para indagar sobre su relación con los precios relativos. En segundo lugar, agregando información de la industria estadounidense, se medirá la PTF de los sectores transables en relación con sus contrapartes en los Estados Unidos, suponiendo a este país como proxy del resto

* Este recuadro sintetiza el documento homónimo de Puyana (2010), que describe en detalle la estimación del efecto Balassa-Samuelson.

** 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.

1 En el caso colombiano el estudio más aproximado es el de Cárdenas (1997), pero obtiene el efecto contrario al esperado sobre la TCR. Una posible explicación de este resultado es que el autor no incluye un país numerario en las medidas de productividad. De igual manera, Villar y Esguerra (2005), Alonso et al. (2008), Echavarría et al. (2005), y Echavarría et al. (2007 y 2008) intentan aproximarse a la relación entre productividad y TCR, pero ninguno logra reunir la especificación ideal del efecto B-S.

del mundo, para encontrar así una relación entre la productividad y la tasa de cambio real.

2. Definición de sectores transables y no transables

Para distinguir entre sectores se utiliza información para la industria² (Encuesta anual manufacturera para Colombia e información del Bureau of Labor Statistics para los Estados Unidos) y, siguiendo a Pavcnik (2002), la condición de ser transable se define con su nivel de apertura. De esta manera, un subsector es transable si sus importaciones son mayores al 15% de su producto en promedio para el periodo 1987 a 2004 (Cuadro R1.1). La misma distinción por medio de importaciones se realiza para la industria estadounidense³.

3. El efecto Balassa-Samuelson en Colombia

Dada la clasificación de la sección anterior, puede calcularse un indicador de PTF para transables y uno para no transables, ponderando la productividad de cada subsector de la industria por la participación de su producción real en cada momento del tiempo. Lo mismo se realiza con los precios de dichos sectores (Gráfico R1.1).

Con esta información puede estimarse la ecuación (1). Al calcular la productividad relativa de los transables como la razón entre la PTF ponderada de transables y la PTF ponderada de no transables, se obtiene una variable que se acerca a la medición empírica de un insumo fundamental del efecto B-S (Gráfico R1.2). Como se observa, la productividad relativa de los transables creció en la mayoría del período de muestra, a excepción de los periodos 1993 a 1995, de 1997 a 1998, y el 2004. Por su parte, tal como lo predice la teoría, los precios relativos de los no transables parecen seguir de cerca estos movimientos, hecho confirmado por una correlación lineal del 94,9% entre ambas variables, la cual resulta ser estadísticamente significativa.

Ahora, se usó información de los Estados Unidos como aproximación de la productividad del resto del mundo, de manera que las productividades relativas de los transables en cada país se emplean para calcular una aproximación de la ecuación (2). Esta última estimación y el tipo de cambio real bilateral entre Colombia y los Estados Unidos, medido con el índice de precios del productor (IPP), se ilustran en el Gráfico R1.3 para el periodo entre 1992 y 2004.

Según las estimaciones, los sectores transables colombianos presentaron ganancias en su productividad relativa en el periodo de 1992 a 1999. Entre 1999 y 2003 se perdió productividad en términos relativos y, finalmente, en el año 2004 volvió a registrarse una ganancia. Los resultados dan evidencia de una relación directa entre las productividades relativas y la TCR⁴. Sin embargo, aunque resulta alta, la correlación del 85% entre las variables indica que existen también otros factores que determinan la dinámica de la TCR, como lo pueden ser la existencia de variables por el lado de la demanda que también afecten la TCR en el largo plazo⁵.

En conclusión, la evidencia presentada parece validarla relación entre la productividad y la TCR en Colombia. En primer lugar, muestra que los cambios en la productividad relativa están relacionados directamente con los movimientos de los precios relativos, lo que podría considerarse como el mecanismo de transmisión del efecto B-S. En segundo lugar, se logra mostrar que en Colombia se cumple el efecto B-S pues se encuentra una alta correlación entre la productividad relativa frente a los Estados Unidos y la TCR.

2 Aunque el uso exclusivo de la industria puede resultar problemático en cuanto deja por fuera otras ramas de actividad, es una buena aproximación dada la disponibilidad de datos. Además, el trabajo de De Gregorio et al. (1994) mostró que, contrario a lo supuesto comúnmente, no todos los sectores dentro de la industria son transables.

3 La escogencia de las importaciones como definición de apertura resulta de la evaluación de tres criterios: primero, se desea que los subsectores transables en la industria respondan a choques internacionales que afecten su competitividad. Segundo, se desea que la interpretación económica de la definición de apertura escogida sea consistente con la teoría, y también con la experiencia colombiana. Tercero, se desea que la definición de apertura sea robusta a la escogencia de distintos puntos de corte en el porcentaje de producción expuesta al comercio.

4 Adicionalmente, la evidencia parece indicar que el efecto B-S se observa con mayor certeza después de 1992, momento en el que se flexibiliza el régimen cambiario y en el que la economía se torna más abierta.

5 Además, la relación entre la productividad y la TCR depende del supuesto de que se cumple la PPA en los bienes transables y, aunque los resultados indican que esta paridad puede ser importante para Colombia, es posible que existan desviaciones de esa condición.

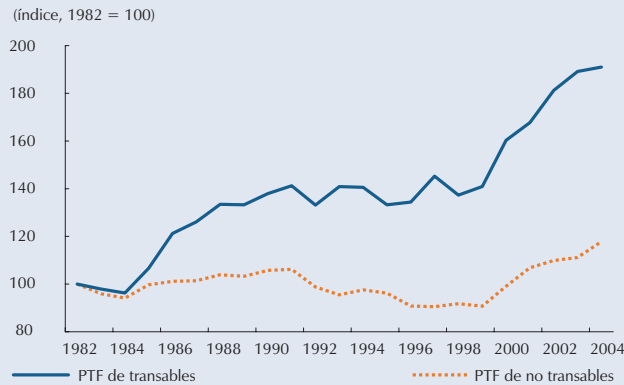
Cuadro R1
Subsectores transables (T) y no transables (NT) en Colombia
de acuerdo a una apertura del 15%

ciiu3	Descripción	M/producción
311	Fabricación de productos alimenticios, excepto bebidas	NT
312		NT
313	Industria de bebidas	NT
314	Industria del tabaco	NT
321	Fabricación de textiles	T
322	Fabricación de prendas de vestir excepto calzado	NT
323	Industria del cuero y productos del cuero y sucedáneos del cuero y piel, excepto calzado	NT
324	Fabricación de calzado, y sus partes, excepto el de caucho o plástico	NT
331	Industria de la madera y productos de la madera y el corcho excepto muebles	NT
332	Fabricación de muebles y accesorios, excepto los que son principalmente metálicos	NT
341	Fabricación de papel y productos de papel	T
342	Imprentas, editoriales e industrias conexas	NT
351	Fabricación de sustancias químicas industriales	T
352	Fabricación de otros productos químicos	T
353	Refinerías de petróleo	T
354	Otros derivados del petróleo y carbón	T
355	Fabricación de productos de caucho	T
356	Fabricación de productos plásticos	NT
361	Fabricación de objetos de barro, loza y porcelana	NT
362	Fabricación de vidrio y productos de vidrio	NT
369	Fabricación de otros productos minerales no metálicos	NT
371	Industrias básicas de hierro y acero	T
372	Industrias básicas de metales no ferrosos	T
381	Fabricación de productos metálicos exceptuando maquinaria y equipo	T
382	Construcción de maquinaria, exceptuando la eléctrica	T
383	Fabricación de maquinaria, aparatos, accesorios y suministros eléctricos	T
384	Fabricación de material profesional y científico, instrumentos de medida y control n.e.p. Aparatos fotográficos e instrumentos de óptica	T
385	Construcción de equipo y material de transporte	T
390	Otras industrias manufactureras	T

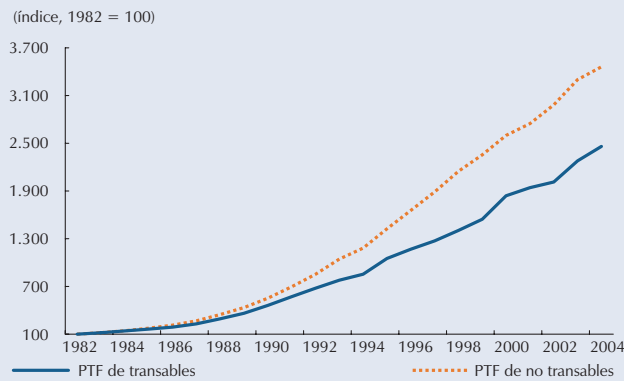
Fuentes: DANE (EAM) y Banco de la República; cálculos del autor

Gráfico R1.1
Productividad y precios ponderados de los sectores transable y no transable

A. Productividad total de los factores (PTF) de transables y no transables

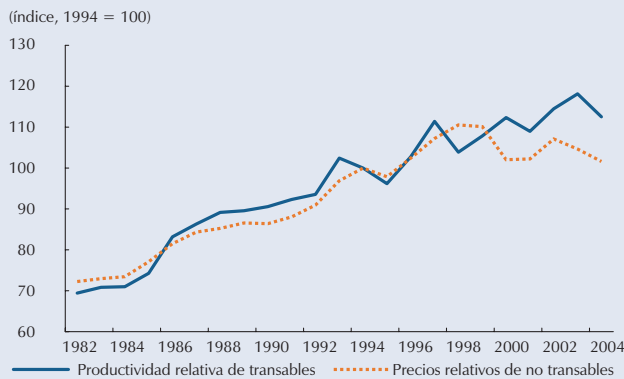


B. Precio de transables y no transables



Fuente: cálculos del autor.

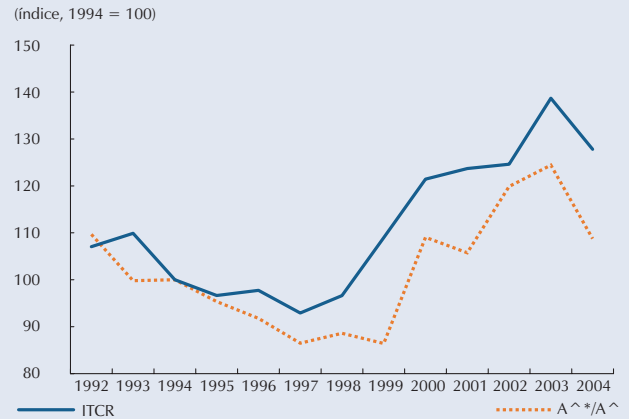
Gráfico R1.2
Productividad relativa y precios relativos de transables y no transables



Correlación lineal	PTF relativa	Precios relativos
PTF relativa	1	
Precios relativos	0,949*** (0,000)	1

P-value entre paréntesis.
*** Significativo al 1%.
Fuente: cálculos del autor.

Gráfico R1.3
Relación de productividades y tasa de cambio real con Estados Unidos



Correlación lineal	Relación de productividades	ITCR
Relación de productividades	1	
ITCR	0,849*** (0,0002)	1

P-value entre paréntesis.
*** Significativo al 1%.
Fuente: cálculos del autor.

Referencias

Alonso, G.; Hernández, J. N.; Pulido, J. D.; Villa, M. (2008). "Medidas alternativas de tasa de cambio real para Colombia", Borradores de Economía, núm. 514, Banco de la República.

Asea, P.; Mendoza, E. (1994). "The Balassa-Samuelson Model: A General Equilibrium Appraisal", *Review of International Economics*, vol. 2, núm. 3, pp. 244-267.

Balassa, B. (1964). "The Purchasing-Power Parity Doctrine: A Reappraisal", *The Journal of Political Economy*, vol. 72, núm. 6.

Cárdenas, M. (1997). "La tasa de cambio en Colombia", Cuadernos de Fedesarrollo, núm. 1, Fedesarrollo.

David, P. (1972). "Just How Misleading are Official Exchange Rate Conversions?", *The Economic Journal*, vol. 82, núm. 327, pp. 979-990.

De Gregorio, J.; Giovannini, A.; Wolf, H. (1994). "International Evidence on Tradables and Nontradables Inflation", *European Economic Review*, núm. 38, pp. 1225-1224.

Echavarría, J.; López, E.; Misas, M. (2007). "La tasa de cambio real de equilibrio en Colombia y su desalineamiento: estimación a través de un modelo SVEC", Borradores de Economía, núm. 472, Banco de la República.

- Echavarría, J.; López, E.; Misas, M. (2008). "Desalineamiento de la tasa de cambio, destorcidas de cuenta corriente y ataques especulativos en Colombia", Borradores de Economía, núm. 500, Banco de la República.
- Echavarría, J.; Vásquez, D.; Villamizar, M. (2005). "Expectativas, tasa de interés y tasa de cambio. Paridad cubierta y no cubierta en Colombia, 2000-2007", Borradores de Economía, núm. 486, Banco de la República.
- Harrod, R. (1933). *International Economics*, Nisbet & Cambridge University Press.
- Officer, L. (1976). "The Productivity Bias in Purchasing Power Parity: An Econometric Investigation", *Staff Papers*, International Monetary Fund, vol. 23, núm. 3, pp. 545-579.
- Pavcnik, N. (2002). "Trade Liberalization, Exit, and Productivity Improvements: Evidence from Chilean Plants", *Review of Economic Studies*, vol. 69, núm. 1, pp. 245-276.
- Puyana, R. (2010). "El efecto Balassa-Samuelson en Colombia", documento interno, Banco de la República (por publicar).
- Rogoff, K. (1992). "Traded Goods Consumption Smoothing and the Random Walk Behavior of the Real Exchange Rate", Working Paper, núm. W4119, National Bureau of Economic Research.
- Samuelson, P. (1964). "Theoretical Notes on Trade Problems", *The Review of Economics and Statistics*, vol. 46, núm. 2.
- Villar, L.; Esguerra, P. (2005). "El comercio exterior colombiano en el siglo XX", Borradores de Economía, núm. 358, Banco de la República.

Recuadro 2

CONSTRUCCIÓN DEL ÍNDICE DE TÉRMINOS DE INTERCAMBIO PARA COLOMBIA

Aarón Garavito
David López
Mario Ramos*

El índice de términos de intercambio (ITI) se define como la razón entre los índices de precios de las exportaciones (P_x) e importaciones (P_M) de un país.

$$ITI_t = 100 \times \left(\frac{P_x}{P_M} \right)$$

Esta relación refleja la capacidad de compra que tienen los productos vendidos en el extranjero y, por tanto, es uno de los determinantes del ingreso disponible de la economía y de las decisiones de ahorro y consumo de los hogares.

A continuación se presentan tres indicadores alternativos para seguir la evolución de los precios de las exportaciones e importaciones utilizados en la construcción del índice de términos de intercambio (TI).

El primer indicador utiliza como medida de los precios la información agregada de los deflatores implícitos del producto interno bruto (PIB). El segundo indicador resulta de agregar los índices de valor unitario¹ para cada posición arancelaria involucrada en el comercio exterior colombiano. El último indicador se construye a partir de la información de precios en las divisiones del índice de precios del productor (IPP).

En las últimas dos alternativas se dispone de información desagregada, y para aprovechar esto se construyó el indicador de los precios exportados o importados con base en el comportamiento de los índices de precios para las posiciones arancelarias o las divisiones del IPP. Para la agregación de los componentes se tienen diferentes alternativas metodológicas, que dependen de la fórmula de cálculo del indicador, la manera de construir el sistema de ponderaciones o la base seleccionada para el índice.

En ambos casos la metodología fue la misma para facilitar la comparación. Como fórmula de agregación se seleccionó los índices de tipo encadenado, los cuales son el resultado de

acumular la variación promedio de precios entre períodos consecutivos.

Las ponderaciones corresponden al promedio móvil de orden doce, que evita la presencia de factores estacionales en la agregación de los índices de valor unitario o de las divisiones del IPP. Finalmente, como año base de referencia se seleccionó 2005.

1. TI según deflatores del PIB

La evolución de los precios para las exportaciones e importaciones se aproxima por medio de los deflatores implícitos construidos a partir de la información de comercio exterior de las cuentas nacionales. Los deflatores implícitos se calculan como la razón entre los valores nominal y real de la producción.

La principal ventaja de esta metodología es que incluye todos los bienes y servicios de la economía en cada momento, aunque la disponibilidad de información es trimestral o anual.

2. TI según precios implícitos de comercio exterior

Otra alternativa para capturar los precios registrados en el comercio exterior se obtiene al calcular el valor unitario o precio implícito para cada posición arancelaria (codificación Nandina a diez dígitos). Éste se calcula como el cociente entre el valor exportado o importado del bien y su peso en toneladas métricas². La información mensual sobre el valor y el volumen se obtiene del DANE y la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN).

En la selección de las partidas arancelarias incluidas se utilizaron dos criterios: en primer lugar se incluyen las partidas que representan por lo menos el 75% de las exportaciones o importaciones del capítulo arancelario³. El segundo criterio busca eliminar las distorsiones sobre el indicador, originadas por los cambios de calidad y, por ello, se excluyen las clasificaciones Nandina a diez dígitos cuya variabilidad era alta⁴.

* Los autores son, en su orden, profesionales de la sección Sector Externo, y de la sección de Estadística, del Departamento Técnico y de Información Económica. Las opiniones expresadas son de su responsabilidad y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 El cociente entre el valor total de las exportaciones (o importaciones) y su peso en toneladas métricas.

2 Utilizando parámetros de conversión, todas las unidades de medida (longitud, volumen, capacidad, etc.) se convierten a una única medida: tonelada métrica.

3 Esta decisión permitió representar el 90% del comercio exterior colombiano.

4 Cuyo coeficiente de variación del incremento mensual del precio era mayor que la mediana más un 30% del capítulo al que pertenecía.

La ponderación en el índice de precios de los bienes exportados o importados de cada posición arancelaria se determina de acuerdo con su importancia en el comercio exterior. La principal ventaja de esta metodología es que el indicador se adapta rápidamente a los cambios en el comercio exterior, aunque enfrenta problemas como la ausencia de los servicios y cambios de calidad en los bienes.

3. TI según el IPP

El sistema de IPP captura la evolución de los precios de una canasta fija que es representativa de los bienes importados y exportados.

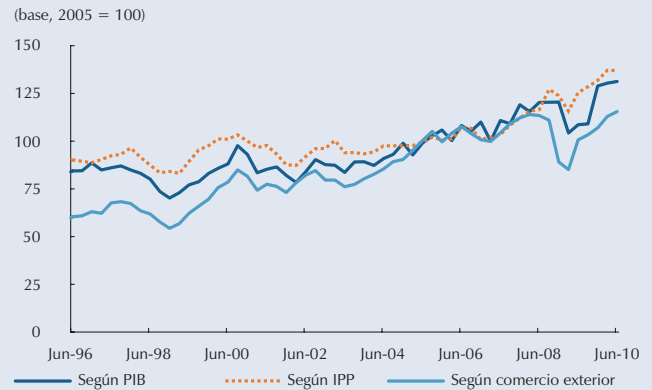
El cálculo de los índices de bienes importados y exportados se realiza con frecuencia mensual para el período comprendido entre 1980 y 2010. En dicho lapso se identifican cuatro metodologías para el IPP, que comparten la filosofía de índices de ponderaciones fijas tipo Laspeyres. Las principales diferencias entre ellas radican en la cobertura y el año utilizado para definir la canasta de bienes y las ponderaciones⁵.

5 En todos los cuatro casos el año base para la canasta es el mismo utilizado para las ponderaciones. Entre 1980 y 1990 la medición corresponde al índice de precios al por mayor del comercio (IPM) y las ponderaciones se refieren al año 1968. Entre 1990 y 1999 el sistema de clasificación se basa en la CIIU R2 y las ponderaciones se refieren al año 1987. A partir de 1999 la clasificación se basa en la metodología CIIU revisión 3. Entre 1999 y 2006 las ponderaciones se refieren a 1994 y a partir de 2007 a cuentas nacionales, 2004.

Con el fin de evitar la pérdida de representatividad que tiene el sistema de ponderaciones fijas, los índices de precios exportados e importados se recalculan con la información de precios de las divisiones del IPP y la participación de cada división en el comercio exterior durante los doce meses anteriores.

La principal ventaja de este indicador es que no presenta problemas de cambios de calidad. Al igual que el indicador de comercio exterior, aquél ignora los servicios y no responde rápidamente a los cambios en el comercio exterior, ya que para que un bien sea incorporado se requiere una revisión completa del IPP. En el Gráfico R2.1 se muestran los resultados de los índices propuestos.

Gráfico R2.1
Índices de términos de intercambio



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

II. MERCADOS FINANCIEROS

Los mercados financieros continuaron afectados por los temores sobre la sostenibilidad de la deuda en algunos países europeos.

Hasta mediados de octubre las tasas de cambio de las economías emergentes habían continuado apreciándose.

En el mercado interno la recuperación del crédito es generalizada. Las tasas de interés de los préstamos acumulaban un descenso importante y en algunos casos mayor que el de la tasa de política.

Las condiciones crediticias favorables están permitiendo consolidar la reactivación económica; no obstante, el ritmo de valorización de los activos amerita un seguimiento cuidadoso.

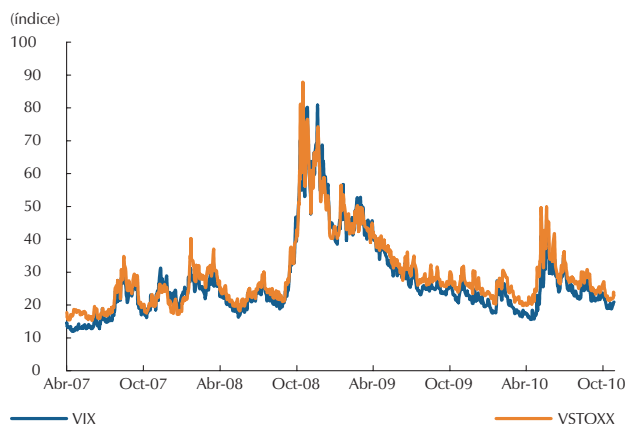
A. MERCADOS EXTERNOS

La volatilidad y la percepción de riesgo en los mercados financieros disminuyeron a lo largo del tercer trimestre, aunque se mantuvieron por encima de niveles

considerados como normales (Gráfico 35). Las políticas adoptadas por los gobiernos, bancos centrales y autoridades multilaterales (como el Fondo Monetario Internacional [FMI]) el trimestre anterior lograron detener un nuevo derrumbe de los mercados accionarios e interbancarios de países desarrollados.

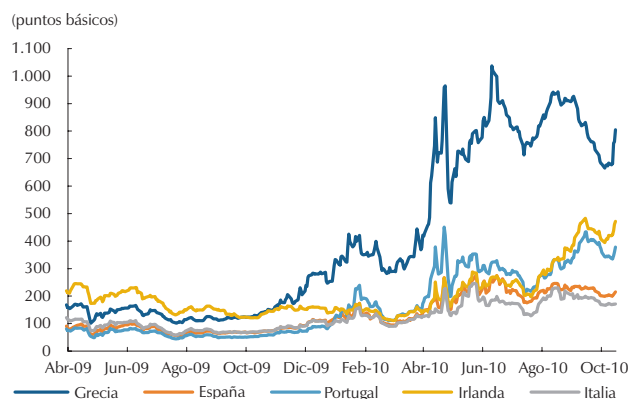
La depreciación del dólar frente a varias monedas continuó, y algo similar sucedió con el euro. Esto en parte fue estimulado por los anuncios de las autoridades económicas de los Estados Unidos sobre la implementación de una política monetaria aún más laxa. Debido a ello han surgido especulaciones en torno de una posible “guerra de divisas”, en la cual las autoridades económicas de cada país podrían comenzar a intervenir para frenar las apreciaciones de sus monedas. El debilitamiento del dólar estuvo acompañado por un

Gráfico 35
Indicadores de volatilidad en las economías desarrolladas^{a/}



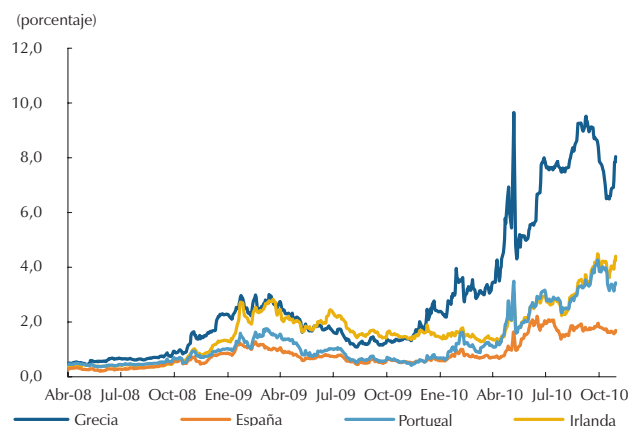
a/ VIX (volatility index) es un indicador financiero que mide la volatilidad sobre las opciones S&P500 de los Estados Unidos, mientras que VSTOXX hace algo similar para el EURO STOXX 50 de la zona del euro.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 36
Credit default swaps (CDS) a 5 años algunos países de Europa



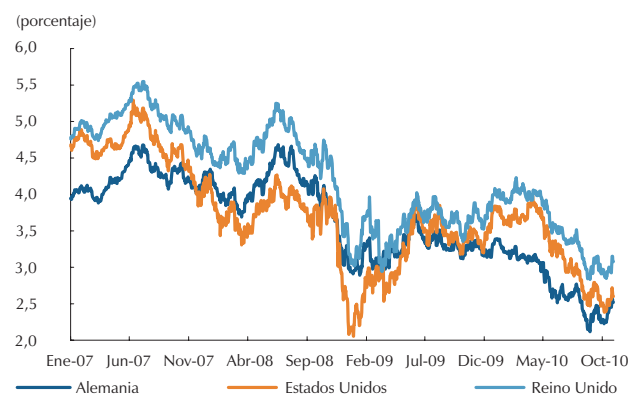
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 37
Diferencial de la deuda soberana de 10 años con Alemania



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 38
Tasas de interés de títulos de deuda pública a 10 años de algunos países desarrollados



Fuente: Bloomberg.

repunte en los precios de las materias primas en septiembre y comienzos de octubre.

Los anuncios y políticas efectuadas por los países de Europa con mayor grado de endeudamiento público (Grecia, Portugal, Irlanda, España e Italia) permitieron apaciguar la turbulencia financiera, pero no lograron recuperar plenamente la confianza de los mercados, pues la percepción de riesgo hacia la deuda de estos países ha permanecido relativamente elevada (Gráfico 36). Ello porque el deterioro económico en algunos de estos países, especialmente Grecia, Portugal e Irlanda, ha agravado sus problemas de solvencia y las altas tasas de interés sobre los títulos de deuda pública ha complicado el financiamiento de sus déficit fiscales (Gráfico 37).

Por el contrario, durante el trimestre en países desarrollados considerados como más seguros se ha observado un aplanamiento de las curvas de sus títulos de deuda (por ejemplo, en los títulos de deuda de los Estados Unidos y Alemania). En parte, esto ha obedecido a una recomposición de los portafolios de los inversionistas, quienes han liquidado posiciones riesgosas de las economías altamente endeudadas de Europa (tanto títulos de deuda pública como instrumentos de renta variable) a cambio de activos más seguros de los países desarrollados menos endeudados. El resultado ha sido una caída importante en las tasas de interés de mediano y largo plazos en estas economías (Gráfico 38). Por otra parte, muchos mercados emergentes también han aumentado su demanda por títulos de largo plazo de esas economías (como se comentará más adelante).

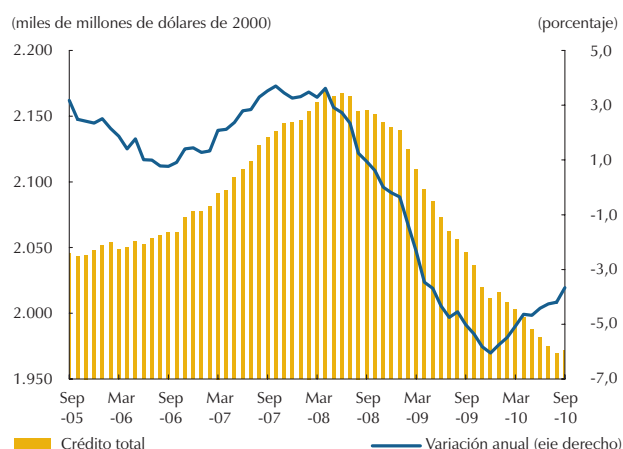
En semanas recientes la caída en las tasas fue reforzada por los anuncios de varios bancos centrales sobre su intención de prolongar la estrategia de relajamiento monetario (*quantitative easing*) más allá de lo que esperaba el mercado. En particular, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) se comprometió a sostener las tasas de interés de intervención en niveles cercanos a cero por un tiempo adicional considerable y a realizar de nuevo medidas no convencionales para estimular la economía en caso de ser necesario. Dentro de aquéllas, se implementaría nuevamente un

programa de compras de títulos de mediano y largo plazos con el propósito de impactar las tasas de interés de largo plazo.

Aunque se espera que estas medidas estimulen favorablemente la actividad económica en los próximos meses, también se teme que en el mediano plazo puedan generar presiones sobre la estabilidad macroeconómica de esos países debido a la gran ampliación de la liquidez que aquello implicaría. Hay que añadir que las medidas de ampliación de la liquidez que se adelantaron en el último año y medio tienen el problema de no haber logrado reactivar plenamente el crédito en las economías desarrolladas.

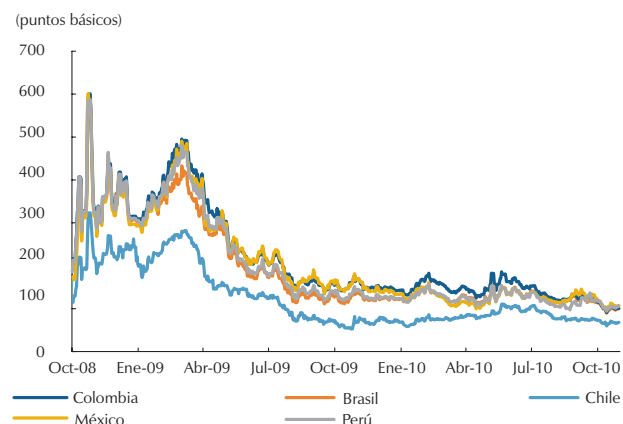
Al respecto, aunque algunas encuestas muestran que las exigencias de los bancos comerciales para otorgar crédito disminuyeron durante todo el año, la demanda por crédito continúa deteriorada. Esto obedece en gran parte a que hogares y empresas siguen en un proceso de desapalancamiento y a que las condiciones laborales se mantienen muy frágiles. Así, durante el tercer trimestre en las economías desarrolladas los préstamos continuaron desacelerándose e incluso contrayéndose, lo que se presentó tanto en los recursos destinados al consumo como en los encaminados a financiar las actividades comerciales y la inversión. En particular, en los Estados Unidos el crédito real de consumo se contrajo alrededor de 3% en septiembre, mientras que el destinado a actividades comerciales lo hizo en 8,9% (Gráfico 39).

Gráfico 39
Crédito total de consumo en los Estados Unidos



Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Gráfico 40
Credit default swap (CDS) a 5 años en Latinoamérica

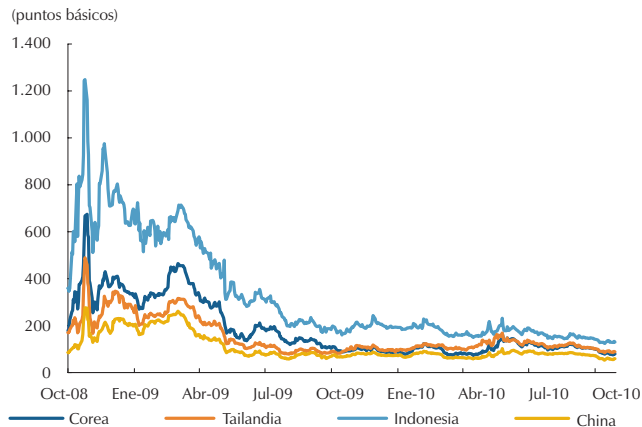


Fuente: Bloomberg.

En cuanto a los mercados financieros de los países emergentes, la percepción de riesgo ha disminuido conforme se han mejorado las perspectivas económicas. En Latinoamérica, a diferencia de muchos países desarrollados, las políticas contracíclicas adelantadas en los últimos dos años no han conducido a un deterioro profundo en los balances fiscales, por lo que las primas de riesgo han permanecido estables y se ubican en niveles bajos y similares a los observados antes de la quiebra de Lehman Brothers (Gráfico 40). Además de lo anterior, la mayor solidez de los sistemas bancarios y el menor nivel de endeudamiento de consumidores, empresas y gobiernos explicarían la confianza que ha recibido la región. Algo similar ocurre en otras economías emergentes, como las asiáticas (Gráfico 41).

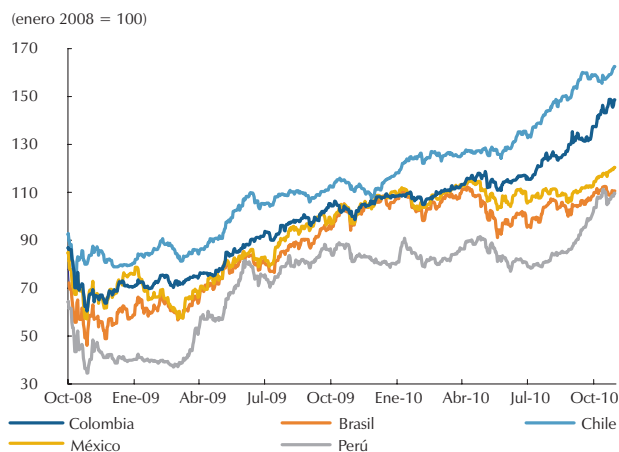
En los últimos tres meses el aumento en las entradas de capitales, como resultado de la sólida posición financiera de las economías emergentes y de la abundante liquidez internacional, no sólo ha conducido, a una apreciación de las monedas en América Latina y Asia,

Gráfico 41
Credit default swap (CDS) a 5 años en Asia



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 42
Índices accionarios de algunos países de Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 43
Índices accionarios de algunos países de Asia



Fuente: Bloomberg.

sino que también ha estimulado alzas en los precios de los activos financieros y en la vivienda. En lo corrido del año las ganancias observadas en los índices bursátiles en Asia y Latinoamérica se situaron, en promedio, entre 17% y 25% (gráficos 42 y 43); en América Latina los países que han registrado alzas mayores han sido Chile y Colombia. En el caso de los países asiáticos se destaca el crecimiento de las bolsas de India y Corea. Cabe mencionar que en la actualidad uno de los temores es la formación de burbujas en los precios de activos en los países emergentes.

Para lo que resta del año es posible que persistan las tendencias hacia la apreciación de las monedas emergentes frente al dólar y la valorización de los activos si los bancos centrales de las economías desarrolladas continúan inyectando liquidez y los diferenciales en tasas de interés se siguen ampliando. Cabe mencionar que la mayoría de economías de Asia y Latinoamérica han continuado realizando aumentos en sus tasas de referencia (Cuadro 5). Adicionalmente, debe tenerse en cuenta que los países emergentes que exportan bienes básicos o *commodities* continuarían experimentando fuertes entradas de capital por inversión extranjera directa ya que muchos de los precios de esos bienes se mantienen elevados.

Por ello cabe esperar que los bancos centrales en esas economías continúen acumulando reservas de manera significativa por medio de diferentes mecanismos (Gráfico 44). Adicionalmente, en varias economías emergentes seguramente se mantendrán los impuestos sobre actividades financieras de inversionistas extranjeros así como las políticas de control de capitales adoptadas en meses anteriores.

B. MERCADOS FINANCIEROS INTERNOS

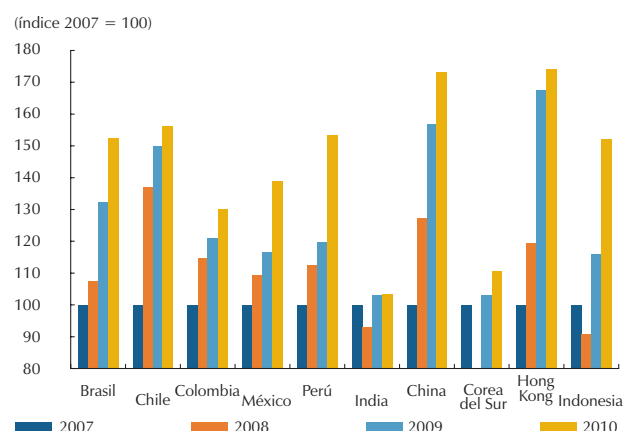
En el tercer trimestre de 2010 la inflación observada, sus proyecciones y sus expectativas se situaron dentro del rango meta de largo plazo. En el contexto internacional la demanda externa mundial siguió recuperándose, pero se mantiene aún débil. Los términos de intercambio y su proyección continúan en niveles favorables. Al igual que la mayoría de países emergentes, el peso colombiano se apreció frente al dólar,

Cuadro 5
Tasas de interés de referencia de los bancos centrales

País	Nivel actual	Último cambio	Cambio en la actual postura (pb)	Próximo del próximo cambio
Estados Unidos	0,125	16 dic 08 (-87,5 pb)	-500	En espera
Canadá	1,00	8 sep 10 (+25 pb)	+75	1-mar-11 (+25 pb)
Zona del euro	1,00	7 may 09 (-25 pb)	-325	En espera
Reino Unido	0,50	5 mar 09 (-50 pb)	-525	En espera
Australia	4,50	4 may 10 (+25 pb)	+150	1-nov-10 (+25 pb)
Japón	0,05	5 oct 10 (-5 pb)	-45	En espera
Brasil	10,75	21 jul 10 (+50 pb)	+200	mar-11 (+25 pb)
México	4,50	17 jul 09 (-25 pb)	-375	En espera
Colombia	3,00	30 abr 10 (-50 pb)	-700	1 trim. 11 (+50 pb)
Perú	3,00	9 sep 10 (+50 pb)	+225	may-11 (+25 pb)
Chile	2,75	16 sep 10 (+50 pb)	+225	16-nov-10 (+25 pb)
Suecia	1,00	26 oct 10 (+25 pb)	+75	15-dic-10 (+25 pb)
República Checa	0,75	6 may 10 (-25 pb)	-300	2 trim. 11 (+25 pb)
Hungría	5,25	26 abr 10 (-25 pb)	-625	3 trim. 11 (+25 pb)
Rusia	2,75	31 may 10 (-50 pb)	-525	3 trim. 11 (+25 pb)
India	6,00	16 sep 10 (+25 pb)	+125	2-nov (+25 pb)
China	5,56	19 oct 10 (+25 pb)	+25	2 trim. 11 (+25 pb)

Fuentes: Bloomberg y JP Morgan.

Gráfico 44
Reservas internacionales de las economías emergentes



Fuente: Bloomberg.

hecho que fue acompañado de abundantes flujos de inversión extranjera directa.

Con el anterior panorama la actividad económica en Colombia siguió recuperándose, impulsada principalmente por la demanda interna. Los elevados niveles de confianza, la menor tasa de desempleo en los jefes de hogar, la baja tasa de inflación y la aceleración en el crédito de consumo han soportado el crecimiento del gasto de las familias. En materia de inversión la aceleración de los créditos hipotecario y comercial, así como los indicadores de construcción y de obras civiles, hacen prever que esta variable continuará con un buen comportamiento en lo que resta del año.

Las tasas de interés reales de intervención del Banco de la República, y las de captación y préstamos del sistema financiero se ubicaron en niveles históricamente bajos. De hecho, varios tipos de crédito han acumulado reducciones en sus tasas de interés nominales superiores a las disminuciones de la tasa de política. Este menor costo de los préstamos, que ayuda a explicar la aceleración de la cartera, ha contribuido a impulsar el crecimiento, especialmente del consumo privado.

En Colombia los activos siguieron valorizándose, al igual que en el resto de la región.

El descenso en las tasas de interés junto a la aceleración de la cartera sugiere que la oferta de crédito puede estar creciendo a un mayor ritmo que la demanda del mismo. No obstante, factores como la disminución en el riesgo de la cartera y aumentos en la profundización financiera no permiten asegurar con certeza que esta situación se esté presentando.

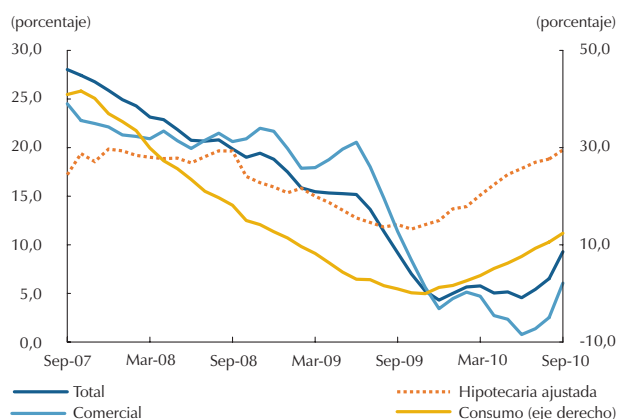
Similar a lo que viene ocurriendo en otros países de la región, los activos en Colombia continuaron valorizándose. Tanto los indicadores de precios de vivienda como el índice accionario y los precios de los papeles de deuda pública se encuentran en niveles que se pueden calificar como históricamente altos.

Por todo lo anterior, la JDBR no modificó su tasa de interés de referencia y la mantuvo en 3%. También decidió aumentar su programa de compras de reservas internacionales y adquirirá diariamente al menos US\$20 millones (m), hasta al menos el 15 de marzo de 2011. Con anterioridad el programa de compras diarias se extendía hasta al menos el 15 de enero de 2011. De igual forma, desde el 14 de octubre de 2010 la JDBR fortaleció sus instrumentos de intervención cambiaria mediante la vinculación del Banco a la Cámara de Compensación de Divisas de Colombia S. A., lo cual amplía las modalidades disponibles para comprar dólares en el mercado.

1. Crédito

A septiembre de 2010 la cartera en moneda nacional promedio mensual creció 9,3% anual, dos veces más que la tasa observada en junio pasado (4,6%). Esta aceleración se originó en la cartera comercial, que en el mismo período pasó de 0,8% a 6,1% anual. Los préstamos dirigidos a los hogares también se aceleraron de forma importante: a septiembre el saldo de los créditos hipotecario y de consumo alcanzaron tasas anuales de crecimiento de 19,8% y 12,4%, respectivamente, cifras superiores en 1,9 puntos porcentuales (pp) y 4,86 pp a las registradas un trimestre atrás (Gráfico 45).

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



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

Entre junio y septiembre el saldo de la cartera en moneda nacional se incrementó en \$6,7 billones (b) y se situó en \$162,9 b, aumento equivalente al 49,2% del crecimiento acumulado durante lo corrido de 2010. Por tipo de crédito, la cartera comercial explicó el 55% del incremento en el trimestre, mientras que las carteras de consumo e hipotecaria aportaron el 32,0% y 10,5%, respectivamente. La contribución restante, 2,5%, correspondió al microcrédito.

Si a la anterior cartera se le adiciona el financiamiento externo y la emisión de deuda privada, se observa una mayor aceleración del crédito hacia las empresas. En primer lugar, el mejor comportamiento de

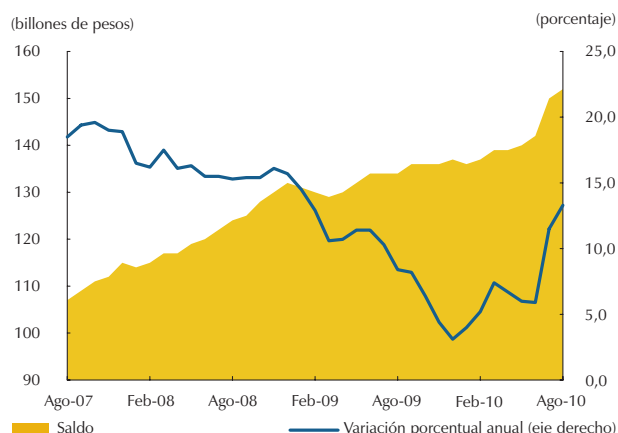
las exportaciones e importaciones aumentó de manera importante la cartera en moneda extranjera con el sistema financiero local. En el tercer trimestre este último tipo de cartera se incrementó en US\$1.148 m, equivalente al 63% de la variación acumulada durante lo corrido del año³. Las empresas también aumentaron su endeudamiento externo directo (con proveedores u otros bancos externos), y entre julio y agosto lo elevaron en US\$194 m por mes, frente a los US\$70 m por mes en el trimestre anterior. La emisión de deuda privada fue el único mecanismo que se debilitó, ya que en el tercer trimestre las colocaciones de bonos (\$243 miles de millones [mm]) fueron inferiores a las del segundo trimestre (\$931 mm) más aún que las realizadas el mismo trimestre de 2009 (\$3,0 b). Así, al consolidar todos los instrumentos de fondeo empresarial mencionados (cartera en moneda nacional, cartera en moneda extranjera, endeudamiento directo y bonos)⁴, su crecimiento anual en septiembre fue 13,3%, tasa superior a la registrada en junio (5,9%) (Gráfico 46).

La aceleración de los préstamos con destino a los hogares y a las empresas se explica por condiciones favorables tanto de oferta como de demanda de crédito. Por el lado de la demanda, se destacan factores como la recuperación de la actividad económica, una mejora en las tendencias del empleo, las bajas tasas de interés y una confianza elevada. Por ejemplo, la encuesta de opinión de Fedesarrollo aplicada a los consu-

midores registró un índice de confianza históricamente alto y una disposición creciente para la compra de bienes durables, especialmente de carros y vivienda (Gráfico 47, paneles A y B). Por su parte, la tasa de desempleo de los jefes de hogar siguió descendiendo y las tasas de interés de consumo se han reducido más que la caída de la tasa de interés de política del Banco de la República.

Por el lado de los empresarios, según la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo aplicada a la industria y al comercio, la percepción sobre la situación económica ha mejorado de manera importante (Gráfico 47, paneles C y D). El menor nivel de existencias y una perspectiva generalizada de aumentar la inversión en el corto plazo⁵ también podrían explicar el aumento de la demanda de crédito por parte de los empresarios (Gráfico 47, paneles E y F).

Gráfico 46
Endeudamiento comercial total^{a/}



a/ Incluye cartera bancaria (M/N y M/E), deuda corporativa (M/N) y endeudamiento externo directo.
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia, Bolsa de Valores de Colombia y Banco de la República.

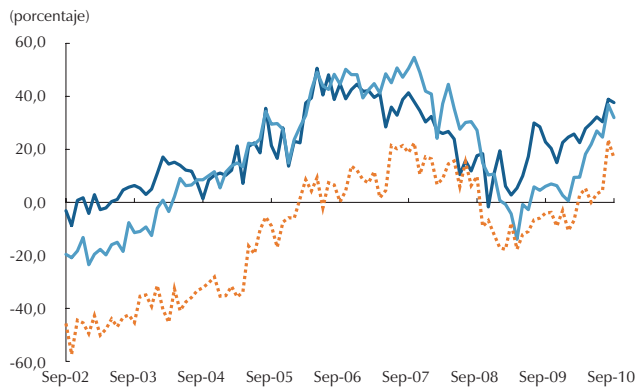
3 El saldo de septiembre (US\$4.119 m) superó al máximo anteriormente observado (US\$3.803 m), nivel que se había alcanzado al momento de la explosión de la crisis internacional con la quiebra en septiembre de 2008 de Lehman Brothers.

4 Para los recursos de crédito tomados en moneda extranjera se suavizó el efecto cambiario de la siguiente forma: inicialmente los saldos en dólares de diciembre de 2000 se convirtieron a pesos con la tasa de cambio de fin de 2000 y, luego, el producto de la variación mensual en dólares por la tasa de cambio promedio del mes correspondiente fue adicionando al saldo anterior.

5 Encuesta del Banco de la República aplicada a los sectores: industria, comercio, construcción, agricultura, telecomunicaciones y transporte.

Gráfico 47

A. Índice de confianza del consumidor



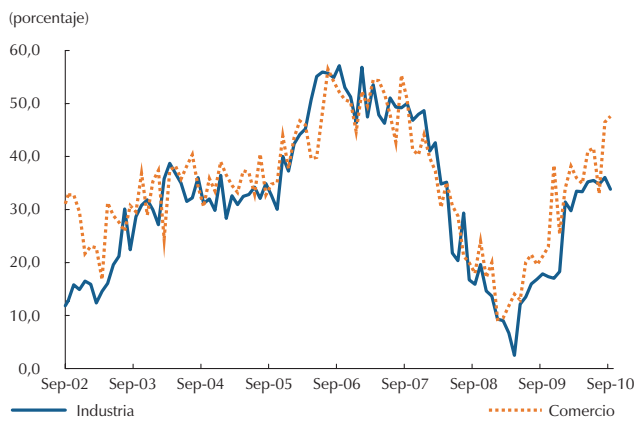
Fuente: Encuesta mensual del consumidos, Fedesarrollo.

B. Tasa de desempleo de los jefes de hogar (serie desestacionalizada)



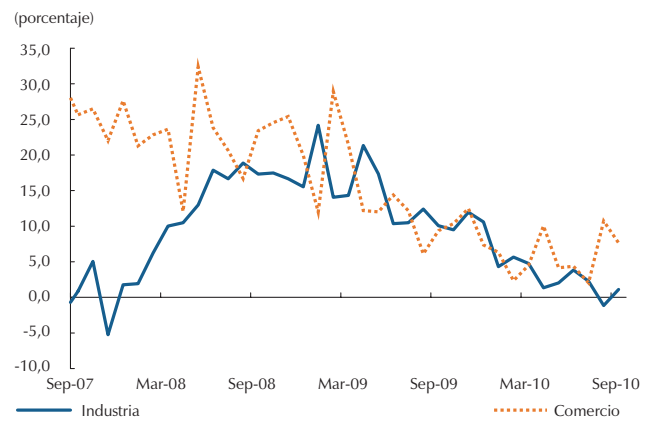
Fuente: Encuesta mensual del consumidos, Fedesarrollo.

C. Situación económica



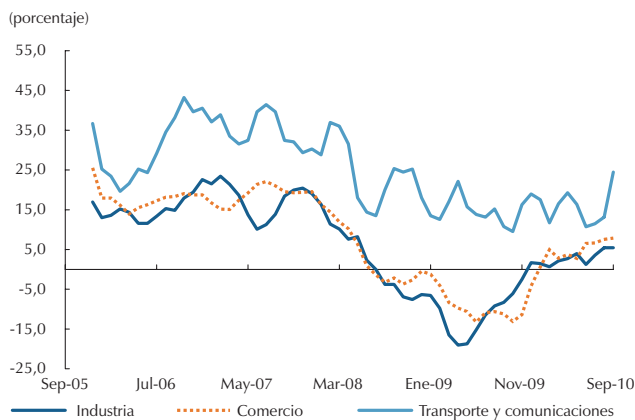
Fuente: Encuesta mensual de de opinión a la industria y al comercio, Fedesarrollo.

D. Disponibilidad de existencias (balance)



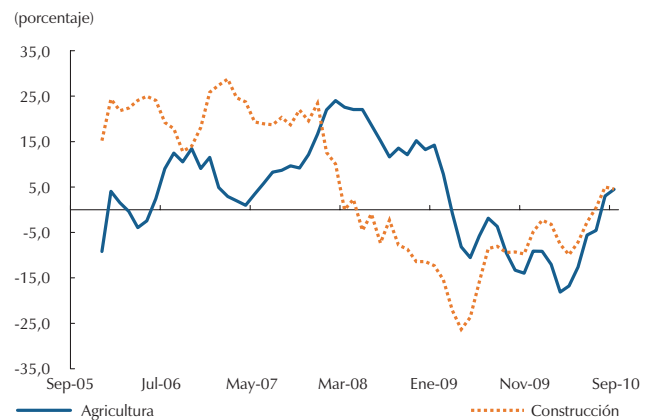
Fuente: Encuesta mensual de de opinión a la industria y al comercio, Fedesarrollo.

E. Inversiones próximos 12 meses (balance)



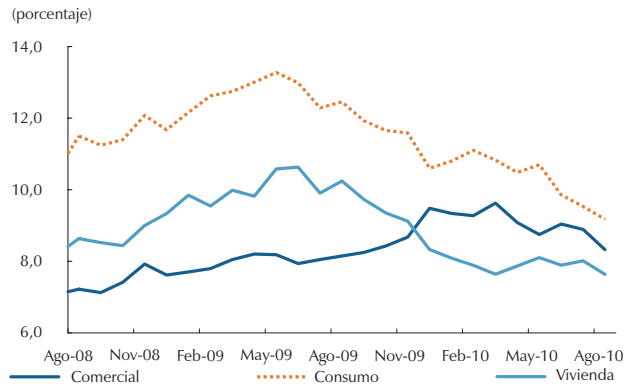
Fuente: Encuesta mensual de expectativa Banco de la República.

F. Inversiones próximos 12 meses (balance)



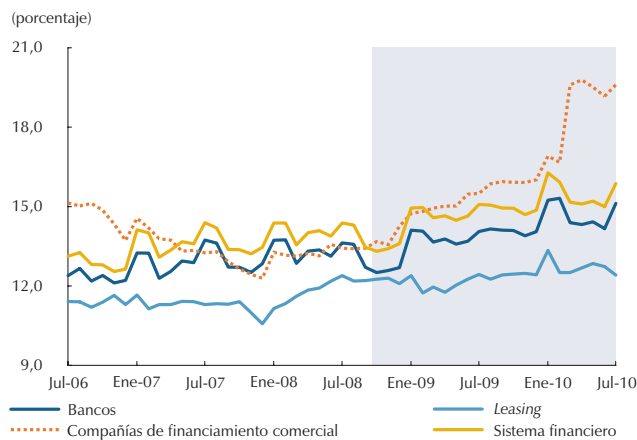
Fuente: Encuesta mensual de expectativa Banco de la República.

Gráfico 48
Riesgo de cartera^{a/}



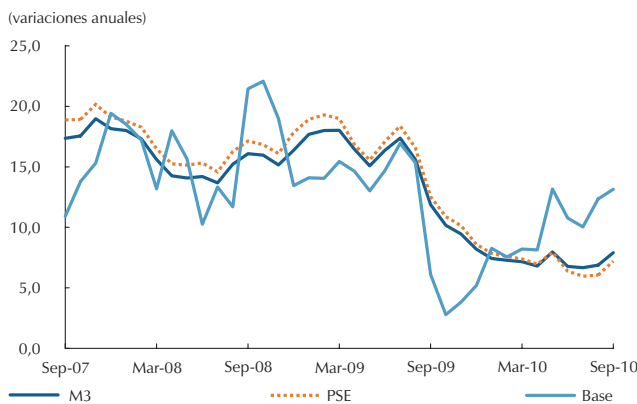
a/ Cartera diferente a categoría "A"/total cartera.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 49
Solvencia: patrimonio técnico/activos ponderados por riesgo



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

Gráfico 50
Agregados monetarios y depósitos (PSE)
(promedios mensuales)



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

En cuanto a la oferta de préstamos, ésta se ha visto favorecida por una mejora en los indicadores de riesgo país, por la política monetaria expansiva del Banco de la República, por la recuperación de la calidad de la cartera y la mayor solvencia del sistema bancario (gráficos 48 y 49). En el tercer trimestre la recomposición en los activos de las entidades de crédito mostró la preferencia que tuvo la banca por los préstamos. En dicho período el sistema financiero acumuló \$7,4 b en nuevos créditos y aumentó en \$1,8 b su portafolio de inversiones; en el primer semestre del año la asignación había sido de \$5,4 b y de \$3,5 b, respectivamente.

Lo anterior es coherente con lo manifestado en la encuesta del Banco República aplicada al sistema financiero en septiembre de 2010. En ella los participantes eligieron como primera opción de colocación a los préstamos a empresas focalizadas en el mercado interno o a otorgar créditos para consumo, por encima de la inversión en títulos de deuda pública. Estos últimos habían sido seleccionados en primer lugar en las encuestas de 2009 y del primer trimestre de 2010.

2. Agregados monetarios

Durante el trimestre la tasa de crecimiento de la base monetaria se aceleró, mientras que la del agregado amplio (M3) se mantuvo relativamente estable. Entre junio y septiembre la variación anual de la base aumentó de 10,7% a 13,4% y la de M3 pasó de 6,8% a 7,7% (Gráfico 50).

El comportamiento creciente de la base monetaria obedeció a la mayor demanda de efectivo, cuya tasa anual se elevó de 9,8% a 14,9% (Gráfico 50). Factores como la mayor actividad económica, el aumento de empleo no asalariado⁶, el menor costo de oportunidad del dinero y unas expectativas de inflación en niveles históricamente bajos podrían estar explicando la aceleración de la demanda de efectivo. La demanda de reserva, por su parte, fue atendida mediante las operaciones repo de expansión del Banco de la República con el sistema

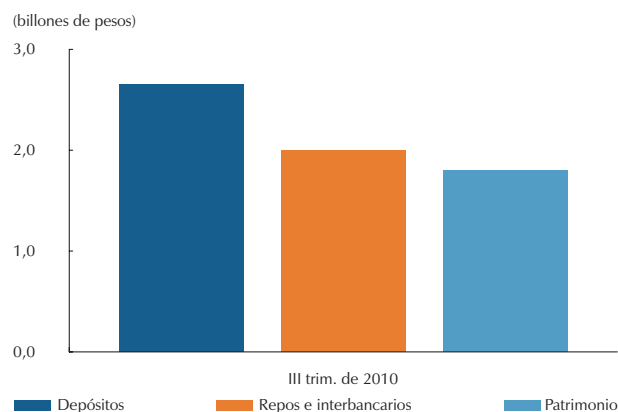
6 El aumento del empleo cuenta propia, reportado por el DANE, puede ser evidencia de ello.

bancario y por el efecto monetario originado por la compra de divisas por parte del JDBR realizadas a partir de septiembre.

En el pasado trimestre los bancos utilizaron otros instrumentos diferentes a los depósitos para financiar la expansión del crédito. En efecto, a pesar de que en septiembre la cartera crecía a tasas anuales superiores a 9%, en la misma fecha los depósitos lo hacían anualmente a 6,8%. Las necesidades adicionales de financiación del sistema financiero se completaron con recursos patrimoniales y con el mercado monetario (repos con el Banco de la República e interbancarios con otros sectores) (Gráfico 51).

En cuanto a los depósitos, la captación a plazos continúa adquiriendo importancia frente a las realizadas a la vista. En el tercer trimestre los depósitos se incrementaron \$2,5 b, y el 52% de dicho aumento obedeció a CDT con plazo mayor a 90 días y a bonos. La contribución de las cuentas de ahorro fue de 30%. Desde 2009 y hasta abril del presente año este último instrumento había sido el principal instrumento de captación del sistema financiero (Cuadro 6).

Gráfico 51
Principales pasivos del sistema bancario
(flujos)



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

3. Tasas de interés

La aceleración del crédito se ha presentado junto con reducciones en las tasas de interés pasivas y activas. Esta dinámica de incremento en los préstamos a un menor costo podría estar indicando que la oferta de crédito está creciendo más que la demanda, especialmente en consumo, grupo en el cual la tasa de interés se ha reducido más que la de política. No obstante, factores como la caída en los indicadores de riesgo de crédito y un posible aumento en la profundización financiera no permiten llegar a dicha conclusión.

Cuadro 6
Depósitos III trimestre de 2010

	2 de julio de 2010	1 de octubre de 2010	Variación	Participación (porcentaje)
	(miles de millones de pesos)			
PSE	177.603,9	180.146,6	2.542,7	100,0
Ahorros	71.856,5	72.611,2	754,7	29,7
Depósitos a plazo	72.027,1	73.519,1	1.492,0	58,7
CDT	59.077,4	59.235,6	158,2	6,2
Bonos	12.949,6	14.283,5	1.333,9	52,5
Cuenta corriente	25.526,4	26.290,1	763,7	30,0
Fiduciarios	5.151,4	4.417,2	(734,2)	(28,9)
Otros	3.042,4	3.308,9	266,5	10,5

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

La tasa ponderada de los CDT se redujo 15 puntos básicos (pb) en el trimestre, hecho significativo por cuanto ganaron participación los certificados de mayor plazo. En cuanto a la captación a 90 días (medido con la DTF), ésta estuvo relativamente estable y mantiene un margen cercano a 50 pb por encima de la tasa interés de política (Cuadro 7).

En las tasas de interés de colocación el mayor descenso se ha presentado en los créditos con destino al consumo, con caídas similares a la registrada por la tasa de interés de usura, y algo mayores que la tasa de interés de política. En el tercer trimestre la tasa de interés de tarjetas de crédito descendió 76 pb, la de consumo 66 pb y la de usura 56 pb. En el mismo orden estas modalidades acumulan rebajas de 919 pb, 805 pb y de 912 pb desde que el Banco de la República empezó a reducir su tasa de interés de política (desde 10% a 3%). Por su parte en el trimestre la disminución de la tasa de interés hipotecaria fue menor (-9 pb), y completó una caída de 461 pb desde diciembre de 2008.

Cuadro 7
Tasas de interés nominales

	Diciembre de 2008	Diciembre de 2009 (promedio)	Junio de 2010	Septiembre de 2010	Variación (puntos básicos)	
					III trim. 2010	Año corrido
Mercado interbancario						
Tasa de política	10,00	3,50	3,00	3,00	0	(50)
TIB	9,43	3,29	3,03	3,04	1	(25)
IBR ^{a/}	9,12	3,18	3,04	3,05	1	(14)
Mercado de depósitos						
CDT total	10,52	4,33	3,90	3,75	(15)	(58)
CDT corporativo	9,73	4,26	3,66	3,54	(13)	(72)
CDT oficinas	11,17	4,42	4,16	4,01	(15)	(41)
DTF	10,12	4,12	3,54	3,47	(6)	(64)
Depósitos de ahorro	5,03	2,31	2,01	1,96	(5)	(35)
Mercado de crédito						
Cartera comercial						
Crédito ordinario	17,70	10,59	10,08	9,74	(34)	(85)
Crédito preferencial	16,04	7,61	6,67	6,66	(1)	(95)
Crédito de tesorería	15,67	7,00	6,27	5,87	(40)	(114)
Crédito para constructores de vivienda	17,40	10,90	9,98	9,93	(5)	(97)
Cartera hogares						
Crédito hipotecario	17,47	13,98	12,95	12,86	(9)	(112)
Crédito de consumo	25,59	20,43	18,20	17,54	(66)	(289)
Crédito con tarjeta	30,96	25,48	22,53	21,77	(76)	(371)
Tasa de usura	31,53	25,92	22,97	22,41	(56)	(351)

a/ Indicador bancario de referencia overnight.

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

En la categoría comercial la tasa de interés de créditos ordinarios descendió 34 pb en el trimestre. En este tipo de crédito más del 40% de sus desembolsos actuales se acuerdan con plazos superiores a cinco años. En los créditos de tesorería otorgados a plazos menores a un mes, se observó una reducción en su tasa de interés de 40 pb en el trimestre. Las tasas de los otros dos tipos de crédito: preferencial y para construcción, estuvieron relativamente estables durante el trimestre. En general todas estas modalidades han experimentado caídas acumuladas similares a la observada por la tasa de interés de política del Emisor.

4. Precios de los activos

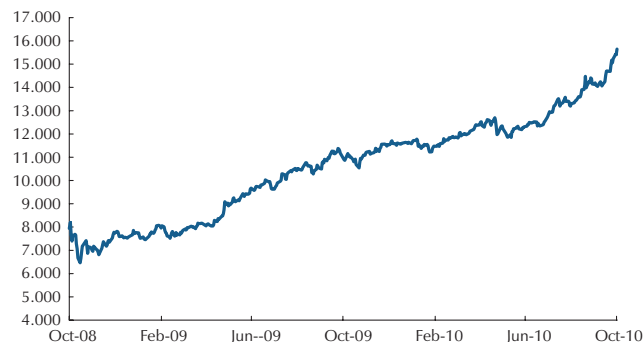
Similar a lo ocurrido en las principales economías de la región, en Colombia los precios de los activos (vivienda, acciones y bonos) continuaron por el camino de la valorización. Hechos como la amplia liquidez internacional, los menores niveles de riesgo país, el menor deterioro de los indicadores de deuda de las economías emergentes frente a las desarrolladas, un crecimiento económico más robusto, una inflación junto con sus expectativas bajas y unos términos de intercambio en niveles elevados han sido los principales motivos que, según los analistas del mercado,

explican dicha valorización. Pese a lo anterior, algunos académicos y analistas ya advierten sobre los riesgos y efectos negativos que sobre la estabilidad macroeconómica de un país podrían implicar la formación de precios no sostenibles en largo plazo en varios de estos activos.

El índice general de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) siguió marcando niveles históricos, y el 23 de octubre alcanzó 15.567 puntos, con una variación de 34,2% en lo corrido del año (Gráfico 52). Por su parte, entre junio y septiembre las tasas de negociación de los TES cero cupón (promedio mensual) se redujeron: 87 pb en el plazo de cinco años, 75 pb en el de diez años y 48 pb en el quince años (Cuadro 8).

Gráfico 52
IGBC
(índice)

(3 de julio de 2001 = 1.000)



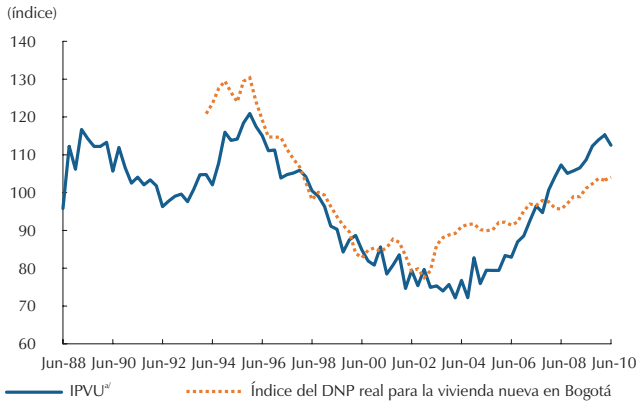
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

Cuadro 8
TES tasa cero cupón

	Jun-10 (promedio)	Sep-10	Variación en puntos básicos trimestre
Un año	3,97	3,95	(1,3)
Cinco años	7,61	6,74	(86,9)
Diez años	8,54	7,79	(74,7)
Quince años	8,36	7,87	(48,2)

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

Gráfico 53
Índice real de precios de la vivienda



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

Por su parte, los precios de la finca raíz, descontando la inflación, continuaron con la senda creciente iniciada desde 2004. En junio del presente año los precios de las viviendas nueva y usada se situaron cerca de sus máximos históricos, hecho que se ha dado junto con una aceleración del crédito hipotecario y de unas tasas de interés hipotecarias en niveles bajos (Gráfico 53).

Recuadro 3 LECCIONES DEL PASADO

Alejandro Reyes González*

Las principales economías emergentes están enfrentando circunstancias particulares que no tienen un antecedente exacto, aunque comparten ciertos hechos similares a lo ocurrido en el pasado. Así, en este recuadro se enumeran dos períodos semejantes ocurridos en Japón y Suecia, de los cuales se puede extraer lecciones de política económica.

Actualmente las principales economías desarrolladas mantienen tasas de interés reales históricamente bajas y han realizado fuertes inyecciones monetarias con el objeto de impulsar el producto y salir de una de las peores recesiones registradas desde la segunda guerra mundial. Con este panorama externo la economía colombiana, similar a lo observado en otros países en desarrollo, se ha caracterizado por una recuperación de la actividad económica sin presiones inflacionarias de demanda, una reactivación del crédito, entradas de capitales, valorización de activos, una inflación controlada y una apreciación de la moneda.

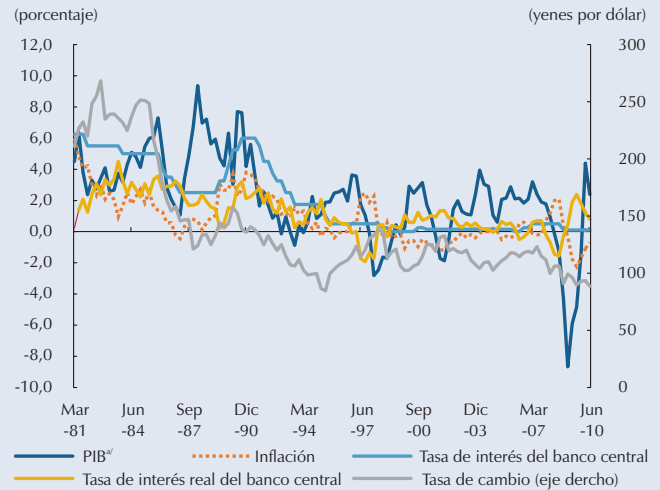
Dada la ausencia de presiones de demanda sobre los precios y con una proyección de inflación y sus expectativas dentro del rango meta, la respuesta de política monetaria en un contexto de inflación objetivo puro sería continuar con tasas de interés en niveles reales bajos. No obstante, si se mantiene este tipo de respuesta por un período largo, o si no se tienen en cuenta políticas de estabilidad financiera, es probable que se generen ciertos riesgos que, al materializarse, pueden poner en peligro la estabilidad macroeconómica de un país.

Un ejemplo de ello se puede encontrar en la economía japonesa. En las décadas de los sesenta y setenta su gobierno estableció un programa de desarrollo que la llevó a tener elevadas tasas de crecimiento. Este período de sólida expansión comenzó a verse comprometido en los años ochenta (sin embargo, la economía aún crecía sustentada por sus exportaciones), decenio en el cual la inflación comenzó a descender y permitió mantener una amplia liquidez y reducir todavía más las tasas de interés. En tal momento se generó un fuerte incremento en los precios de las acciones y, posterior a la normalización de la política monetaria, en los años noventa se presentó una caída considerable de la actividad económica, de los precios de los activos y un largo período de inflaciones bajas o incluso deflaciones (a tal lapso se le conoce como la década perdida en Japón) (Gráfico R3.1).

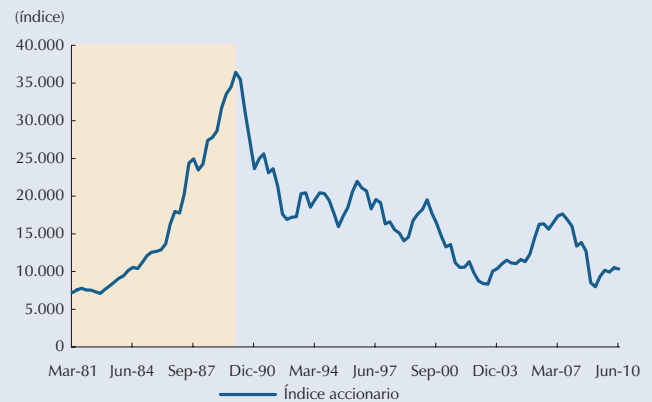
* El autor es profesional experto en inflación del Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones expresadas son de su responsabilidad y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Gráfico R3.1

A. Japón



B. Precios de los activos en Japón



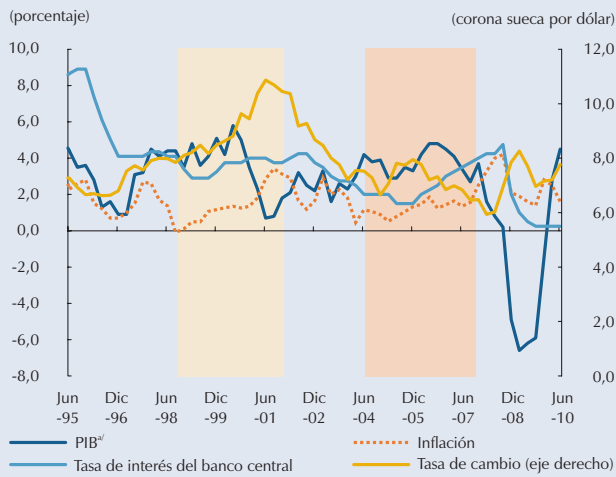
a/ Crecimiento anual del PIB.
Fuente: Blomberg.

En Suecia se pueden observar dos etapas: finales de los años noventa y mediados de la primera década del presente siglo, cuando en conjunto se observó un crecimiento económico cercano al 4%, con tasas de interés reales bajas (más en el segundo período que en el primero), y una inflación considerablemente baja, menor al 2%. En cuanto a los precios de los activos, en tales momentos se observó un incremento marcado (en la bolsa de valores) con caídas importantes en períodos posteriores a los episodios analizados (Gráfico R3.2).

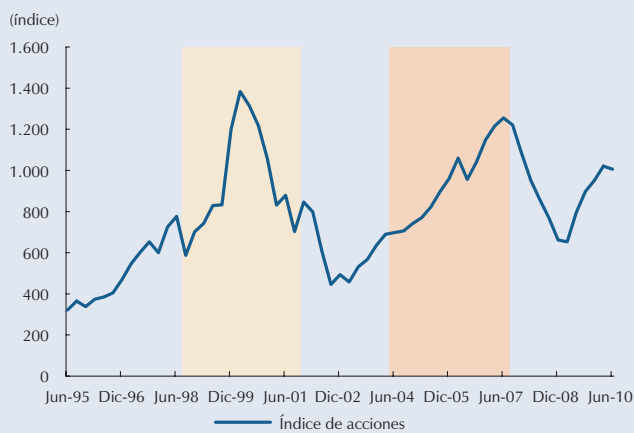
Las evidencias en estas dos economías apuntan en la misma dirección. Ante la presencia de una inflación baja y la ausencia de medidas que propendan por la estabilidad financiera, las políticas económicas laxas por tiempos muy prolongados

Gráfico R3.2

A. Suecia



B. Precios de los activos en Suecia



a/ Crecimiento anual del PIB.
Fuente: Blomberg.

pueden contribuir a generar una burbuja en los precios de los activos, que eventualmente conducen a una crisis económica de magnitud considerable. Otro riesgo es la generación de un exceso de oferta de crédito que ponga en peligro la estabilidad de las instituciones bancarias.

De todos modos, economistas como Greenspan opinan que las tasas de interés bajas no fueron los causantes del pasado auge en los precios de la vivienda en los Estados Unidos, y que la tasa de interés de política no necesariamente es el mejor instrumento para detener este tipo de burbujas. No obstante, críticos de dicha opinión sugieren que, ante la presencia de estos riesgos, reducciones adicionales en la tasa de política sí pueden acelerar la sobrevaloración de los activos o incrementar la oferta de crédito.

A la anterior situación la respuesta de los bancos centrales con régimen de inflación objetivo ha sido el denominado *inflation targeting plus*, o inflación objetivo aumentada. Este último régimen, además de tener en cuenta la meta de inflación, también considera el monitoreo de variables financieras y de precios de los activos para evitar posibles desbalances macroeconómicos originados en esos sectores. En este contexto, políticas macroprudenciales de regulación financiera, sumadas al uso de otros instrumentos de un banco central, diferentes a la tasa de interés, son necesarios para mantener la estabilidad macroeconómica de un país.

Por otra parte, el principal mensaje de las crisis observadas en países como Grecia e Irlanda radica en que una política fiscal creíble y sostenible en el largo plazo también es una pieza fundamental para mantener la estabilidad macroeconómica y alcanzar un crecimiento sostenido en el largo plazo.

III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

El crecimiento mundial continuará siendo desbalanceado, con los países emergentes mostrando un mayor dinamismo frente a las economías desarrolladas.

Los precios de las materias primas permanecerán altos, contribuyendo a mantener unos flujos de capitales relativamente abundantes hacia las economías latinoamericanas.

La economía colombiana seguirá creciendo a un buen ritmo: el pronóstico para 2010 se mantuvo, pero el de 2011 se revisó un poco al alza.

La inflación al consumidor continuará dentro del rango meta de largo plazo en 2011.

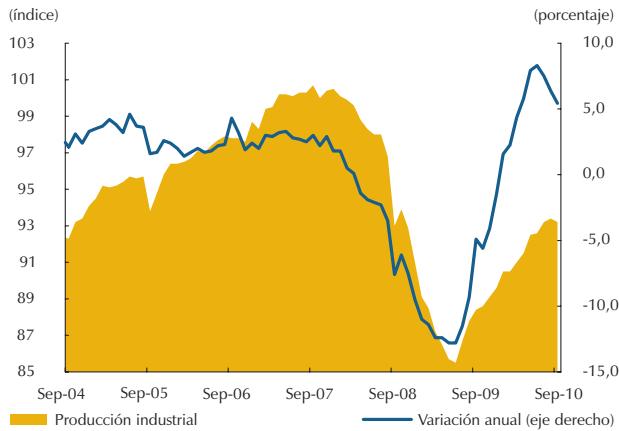
A. CONTEXTO INTERNACIONAL

Durante el tercer trimestre la economía mundial continuó creciendo, pero a un ritmo dispar entre regiones. En las economías desarrolladas se ha observado una desaceleración marcada en los últimos dos trimestres, mientras que en las emergentes el crecimiento continúa siendo vigoroso, incluso recuperando las tasas observadas antes de la crisis, sobre todo en Asia emergente y Latinoamérica. En general, las perspectivas de mediano y largo plazos son más favorables para los países emergentes con respecto a los desarrollados, ya que presentan menores desbalances macroeconómicos, los niveles de endeudamiento de sus hogares y empresas son menores y cuentan con sistemas financieros más sólidos.

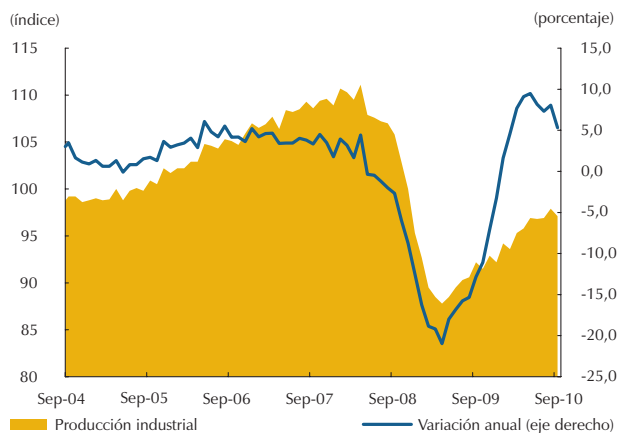
La debilidad de las economías desarrolladas no ha impedido que los pronósticos de crecimiento mundial continúen siendo favorables y que incluso se incrementen levemente en este informe, gracias al dinamismo que exhiben los países emergentes. Según el FMI, por ejemplo, el PIB mundial crecería 4,8% en 2010 y 4,2% en 2011; dentro de este resultado se contempla una expansión de las economías

Gráfico 54
Producción industrial en las economías desarrolladas

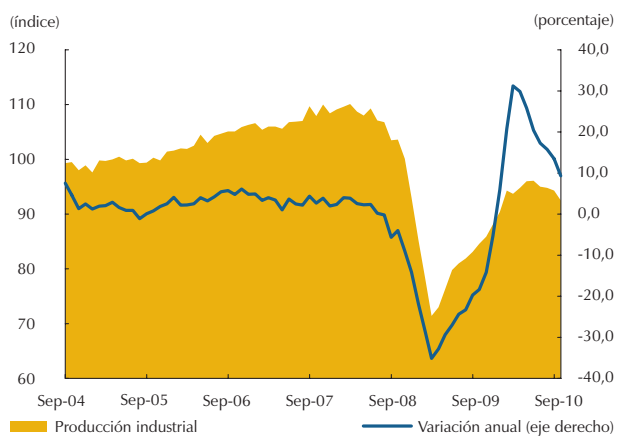
A. Estados Unidos



B. Zona del euro



C. Japón



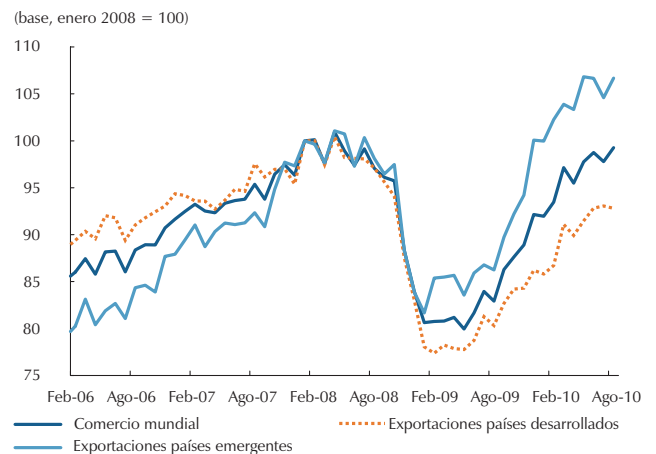
Fuente: Bloomberg.

emergentes de 7,1% y 6,4% en 2010 y 2011, mientras que las desarrolladas presentarían una expansión modesta alrededor de 2,7% y 2,2% para tales años.

Los pronósticos del FMI y los que se presentan más adelante tienen en cuenta que a septiembre la mayoría de indicadores de actividad real muestran una desaceleración frente a lo que se venía observando el semestre anterior. En particular, la producción industrial crece a un ritmo menor (Gráfico 54), mientras que las ventas al por menor parecen haberse estancado, sobre todo en la zona del euro y en Japón. Asimismo, aunque el comercio mundial se ha reactivado, los volúmenes de exportación de las economías desarrolladas no alcanzan los niveles previos a la crisis (Gráfico 55).

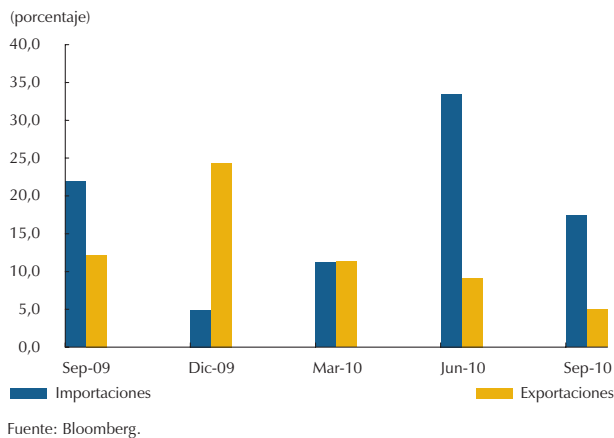
Con cifras preliminares para el tercer trimestre la economía estadounidense creció 2,0% trimestre anualizado (t/a), luego de haberlo hecho 3,7% y 1,7% t/a en los primeros trimestres del año. El resultado se explicó por una mayor contribución en la variación de existencias y del consumo de los hogares, aunque este último se continúa expandiendo a tasas inferiores a las observadas antes de la crisis. Asimismo, se ha registrado una desaceleración de las exportaciones, mientras que las importaciones continúan acelerándose fuertemente (Gráfico 56). Como resultado de esto, el comercio exterior continúa contribuyendo negativamente al crecimiento.

Gráfico 55
Índice de comercio mundial



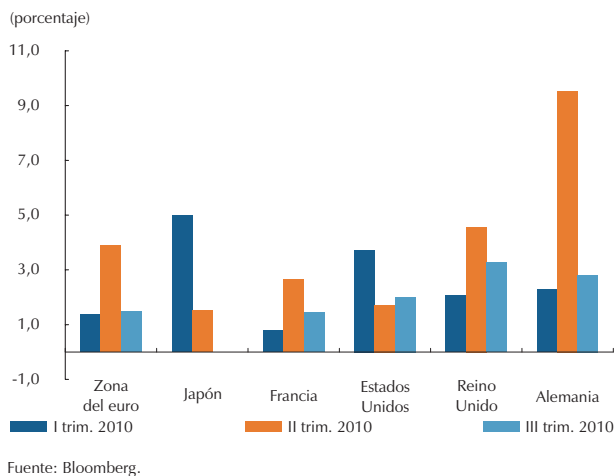
Fuente: CPB Netherlands.

Gráfico 56
Crecimiento de las exportaciones e importaciones reales en los Estados Unidos



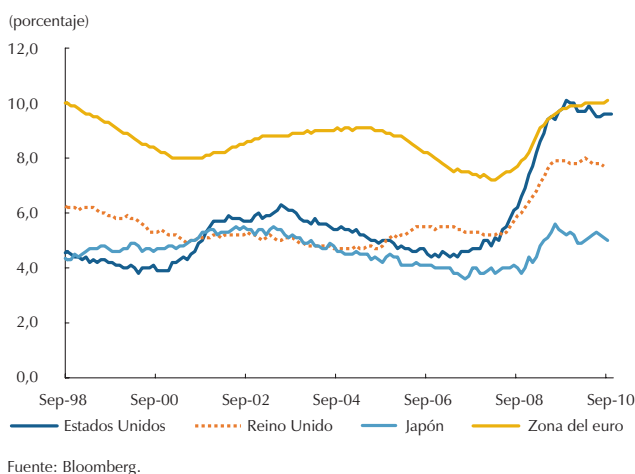
Por su parte, en ese mismo período las economías del Reino Unido y la zona del euro crecieron 2,8% t/a y 1,5% t/a, luego de haberlo hecho en 1,6% t/a y 3,9% t/a el período anterior. Dentro de la zona del euro llama la atención lo sucedido con Alemania, que después de mostrar una sorprendente dinámica en el segundo trimestre (de 9,5%), se desaceleró fuertemente en el tercero (a 2,8%). A pesar de ello, esta economía aún es el principal motor de dinamismo en la región, sosteniendo e incluso permitiendo aumentos en sus pronósticos de crecimiento. Para Japón todavía no se cuenta con el dato de PIB del tercer trimestre; sin embargo, la información disponible sugiere una expansión moderada (Gráfico 57).

Gráfico 57
PIB de algunas economías desarrolladas (variación trimestral anualizada)



Entre las razones que explican la recuperación tan modesta de la actividad productiva en las economías desarrolladas se encuentran los altos niveles de endeudamiento de sus hogares y empresas, al cual se ha sumado el de sus gobiernos. Adicionalmente, el mercado laboral continúa deteriorado, por lo que aún es uno de los principales obstáculos que sigue impidiendo una plena recuperación. En muchas de ellas la tasa de desempleo se mantiene en niveles elevados y no se prevé un cambio de esta tendencia en el corto o mediano plazos (Gráfico 58).

Gráfico 58
Tasa de desempleo en las economías desarrolladas

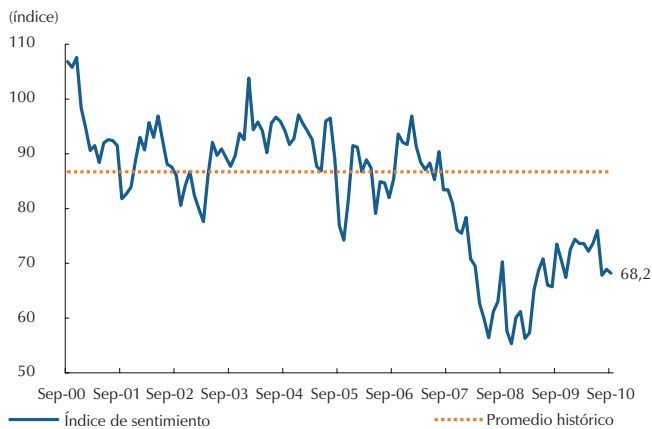


En los Estados Unidos, por ejemplo, aunque se observó una creación de empleo de 151 puestos de trabajo en octubre, en meses anteriores se había registrado destrucción de empleo. En parte, por ello la tasa de desempleo se mantuvo en 9,6% por tercer mes consecutivo. Asimismo, las peticiones de seguro de desempleo se mantienen elevadas. De esta manera, la recuperación de la producción de los últimos meses se ha dado sin creación significativa de empleo, lo que amenaza con convertir en crónicos los altos niveles de desempleo que se observan hoy en día. Esto ha afectado de manera significativa el sentimiento y las expectativas de los hogares, lo cual se aprecia en diversos indicadores de confianza de los consumidores que se han deteriorado en lo corrido del año y permanecen por debajo de sus promedios históricos (Gráfico 59, paneles A y B).

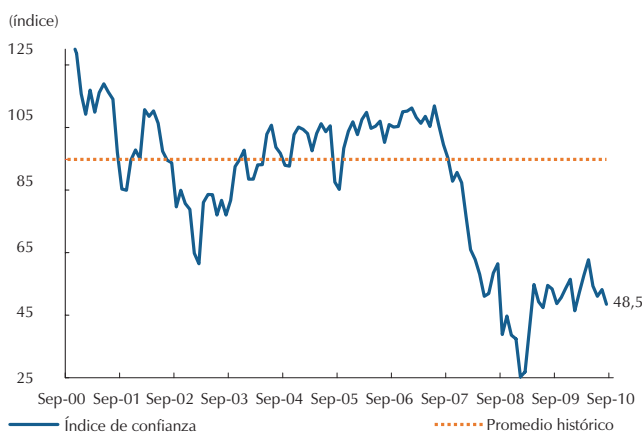
En general, por los problemas señalados las perspectivas a mediano plazo de las principales economías

Gráfico 59

A. Índice de sentimiento del consumidor (Universidad de Michigan)

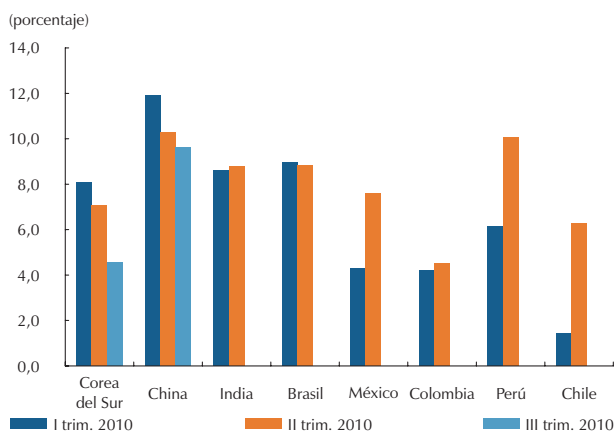


B. Índice de confianza del consumidor (Conference Board)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 60
PIB de algunos países emergentes de América Latina y Asia (variación anual)



Fuente: Bloomberg.

desarrolladas se mantienen moderadas, previendo crecimientos relativamente bajos en muchas de ellas. Adicionalmente, persisten riesgos asociados con la efectividad de las políticas fiscal y monetaria. En particular sobresale la incertidumbre creciente acerca de la estabilidad macroeconómica de varios países, sobre todo de Europa, que heredaron profundos desbalances fiscales, en parte como resultado de las políticas contracíclicas adelantadas en 2008 y 2009. Así mismo, está el hecho de que, a pesar de las fuertes intervenciones de las autoridades monetarias, las economías aún no han respondido satisfactoriamente y queda la duda de cómo y cuándo podrán ser recogidos los actuales excesos de liquidez en el mercado y a qué costo.

En cuanto a las economías emergentes, éstas continúan liderando la recuperación mundial, pese a que también se ha observado alguna desaceleración en muchas de ellas: es el caso de China y Corea del Sur, en donde su crecimiento anual pasó de 11,9% y 8,1% en el primer trimestre, a 9,6% y 4,5% en el tercer trimestre, respectivamente. Por su parte, las economías latinoamericanas han sorprendido por su vigoroso a dinámica. Aunque no se cuenta con información del PIB para el tercer trimestre, se destaca la aceleración observada del PIB en Perú y Chile durante el segundo trimestre, mientras que Brasil y Colombia mantuvieron tasas similares a las registradas en el primer trimestre (Gráfico 60).

En el caso de las economías emergentes la información disponible para el tercer trimestre deja ver un comportamiento aún dinámico. Las ventas al por menor, la producción industrial y las exportaciones continuaron mejorando en aquellos países, aunque a un menor ritmo. Se destaca cómo estas economías emergentes han superado los niveles de exportación registrados antes de la crisis, contrario a lo que sucede en las economías desarrolladas (Gráfico 55). En particular, las exportaciones de los países de Latinoamérica también se han recuperado considerablemente, lo cual se explica principalmente por la dinámica de los precios de los bienes básicos, ya que la mayoría de ellos son exportadores netos de tales productos.

Dado el contexto anterior, para este informe se modificaron levemente a la baja los pronósticos de crecimiento de

los Estados Unidos, pasando de 3,0% a 2,6% para 2010, y los de Europa, al alza, de 0,8% a 1,5%. Hacia 2011 no se espera una aceleración, por el contrario podrían presentarse contracciones en algunas economías, ya que los riesgos que aún enfrentan son significativos (Cuadro 9).

Cuadro 9
Proyecciones de crecimiento de los socios

	2008	2009	Proyecciones	
			2010 ^{a/}	2011
Principales socios				
Estados Unidos	0,0	(2,6)	(2.4 a 2.8)	(1.4 a 2.6)
China	9,6	9,1	(9.5 a 10.5)	(8.5 a 9.5)
Zona del euro	0,6	(4,1)	(1.2 a 1.8)	(0.8 a 2.0)
Venezuela	4,8	(3,3)	(-3.0 a -1.0)	(0.5 a 2.5)
Ecuador	6,5	0,4	(1.2 a 2.2)	(1.5 a 3.1)
Otros socios				
Japón	(1,2)	(5,2)	2,8	1,5
Perú	9,8	0,9	8,0	6,0
México	1,5	(6,5)	5,0	3,9
Chile	3,7	(1,5)	5,3	6,0
Argentina	6,8	0,9	8,0	4,5
Brasil	5,1	(0,2)	7,5	4,1
Bolivia	6,1	3,4	4,0	4,0
Países desarrollados	0,2	(3,2)	2,7	2,2
Países en desarrollo	6,0	2,5	7,1	6,4
Total mundial	2,8	(0,6)	4,8	4,2

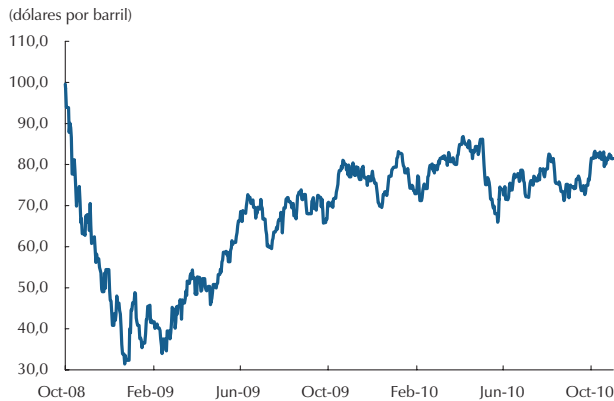
a/ El rango de pronóstico viene dado por un escenario optimista (techo del intervalo) y un escenario conservador (piso del intervalo).
Fuentes: Datastream, Consensus Forecast, FMI y Banco de la República.

Los pronósticos para los países emergentes que son socios comerciales de Colombia no presentaron modificaciones significativas, excepto por Venezuela. Así, para Ecuador la proyección se elevó levemente, pasando de 1,5% a 1,7% en 2010, mientras que para 2011 se proyecta un crecimiento de 2,3%. En el caso de Brasil el pronóstico se ubica en 7,1% y 4,2% en éste y el próximo años; mientras que para el mismo lapso la proyección de China se ubica en 10,5% y 10%. Para Venezuela el crecimiento de 2010 y 2011 proyectado por el Banco de la República se redujo de -1,0% a -2,0% en 2010, mientras que para 2011 aumentó de 0% a 1,5% (Cuadro 9).

Problemas de sequías en Rusia e inundaciones en Paquistán produjeron caídas en la oferta mundial de cereales y oleaginosas.

El crecimiento observado y previsto para la economía mundial, y sobre todo para China e India, mantuvo los precios de la mayoría de materias primas en niveles altos, pero similares a los de los trimestres anteriores y en medio de una volatilidad un tanto mayor. Problemas de sequías en Rusia e inundaciones en Paquistán conllevaron a caídas en la oferta mundial de los cereales y oleaginosas, lo que elevó

Gráfico 61
Precio internacional del petróleo WTI^{a/}



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

sus precios de manera importante: por ejemplo, el trigo aumentó 43% entre julio y octubre.

Un factor adicional que influyó en los precios de algunas materias primas, como el oro y el petróleo, generando alzas hacia finales de septiembre y comienzos de octubre, fue el anuncio de una expansión monetaria adicional en los Estados Unidos (denominada Quantitative Easing 2, véase capítulo II) (Gráfico 61). Estas alzas son la contrapartida del debilitamiento del dólar y obedecen al hecho de que, junto con el oro, el petróleo y otras materias primas, se están comportando como un activo refugio de valor, sometidas a las turbulencias registradas en los mercados financieros.

En el escenario central de este informe se espera que para lo que resta del año el precio promedio del petróleo West Texas Intermediate (WTI) se sitúe alrededor de US\$82 el barril, con lo que el precio promedio para todo 2010 sería de US\$79/barril, con un pronóstico máximo de US\$78 y uno mínimo de US\$80. Para 2011 se prevé un incremento en los precios del crudo, con un rango de proyección entre US\$77 y US\$87. Estos intervalos son similares a los contemplados en el informe anterior y sugieren precios ligeramente mayores que los reportados para el promedio de 2009. Un comportamiento similar se estima en los precios de otros productos exportados por Colombia (Cuadro 10); de esta manera, para lo que resta de 2010 y para todo 2011 los precios se mantendrán en niveles elevados, con lo que los términos de intercambio para países exportadores de materias primas como Colombia seguirían siendo favorables.

En materia de inflación al consumidor, a septiembre en las economías desarrolladas se mantuvo la tendencia decreciente que se observa desde principio de año (Gráfico 62). Tanto la inflación total como la básica permanecen en niveles bajos en la mayoría de esos países. En el caso de los Estados Unidos los temores

Cuadro 10
Pronósticos de los bienes básicos exportados por Colombia

	2008	2009	Proyecciones 2010		Proyecciones 2011	
			Escenario A	Escenario B	Escenario A	Escenario B
Principales socios						
Café (ex dock) (dólares por libra)	1,4	1,7	2,0	2,2	2,0	2,2
Petróleo WTI (dólares por barril)	99,9	62,0	77,8	79,8	77,0	87,0
Petróleo colombiano (dólares por barril)	90,2	56,2	71,6	73,7	71,0	81,3
Carbón (dólares por tonelada)	83,4	80,2	80,0	83,6	80,1	83,6
Ferróníquel (dólares por libra)	3,4	1,9	2,6	2,9	2,5	2,6
Oro (dólares por onza troy)	873,0	929,0	1.280,0	1.220,0	1.341,0	1.278,0

Notas:

1/ Balanza de pagos estimada en julio de 2010.

2/ Los escenarios A y B corresponden al rango inferior y superior de pronóstico, respectivamente.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 62
Inflación total en algunas economías desarrolladas
(variación anual)

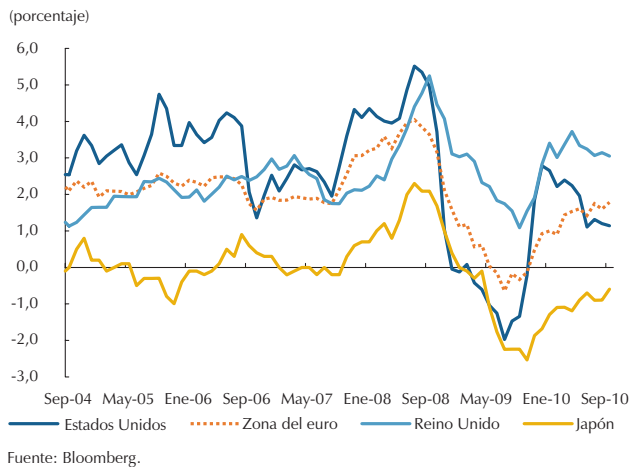
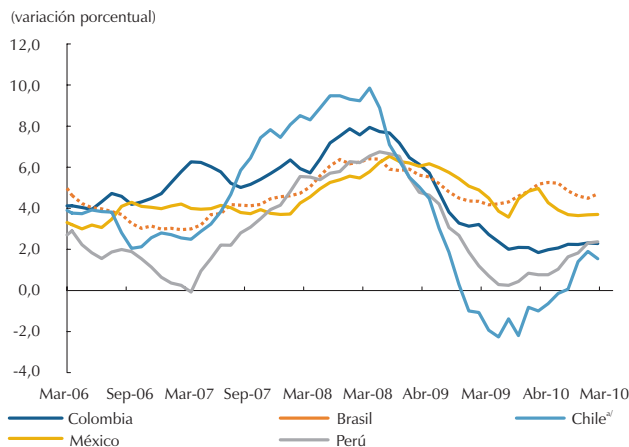


Gráfico 63
Inflación en Latinoamérica



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

apuntan más hacia la deflación, y por eso la Fed planea continuar con el relajamiento cuantitativo por más tiempo de lo esperado (véase capítulo II). En América Latina, a excepción de Venezuela, la inflación parece estar bajo control (Gráfico 63); sin embargo, el fuerte crecimiento económico ha inducido ajustes de la política monetaria en varios países (véase capítulo II). En algunas economías de Asia se ha observado lo mismo; en particular en China donde los brotes inflacionarios han generado que su banco central haya implementado políticas desestimulantes.

Finalmente, no sobra recalcar que los pronósticos anteriores, tanto de actividad económica como de precios, enfrenten riesgos a la baja que son hoy en día mayores que los contemplados en los informes anteriores. Algunos de estos riesgos están asociados con la incertidumbre sobre la situación de la deuda en varios países europeos, al igual que los temores sobre un posible estancamiento del empleo que convierta la alta tasa de desempleo observada actualmente en permanente y estructural.

B. BALANZA DE PAGOS

La proyección de balanza de pagos para el año 2010 tiene en cuenta la balanza observada para el primer semestre del año, según la cual el déficit en cuenta corriente durante dicho período fue de US\$2.982 m (2,2% del PIB semestral), superior a lo registrado para el mismo período de 2009. Este aumento del déficit se

originó en unos egresos corrientes (US\$4.743 m) mayores que los ingresos corrientes (US\$3.652 m). Los primeros se explican por el incremento en la remisión de utilidades de las empresas con inversión extranjera en el país (42,6% anual) y por el crecimiento de 17,1% anual de las importaciones de bienes y servicios. En cuanto a los ingresos, se reportó un aumento de aquellos provenientes de las exportaciones de bienes y servicios (21,1%), mientras que los ingresos recibidos por transferencias corrientes cayeron 4,0%, debido a la reducción de las remesas de trabajadores (-10,5% anual). El déficit corriente del primer semestre se financió principalmente con las entradas netas de inversión extranjera directa (IED) y con deuda externa neta del sector público, contabilizándose un superávit de la cuenta financiera de US\$4.320 m (3,2% del PIB semestral).

Además de los resultados anteriores, para la proyección de la balanza de pagos de 2010 se consideraron los siguientes supuestos: i) un crecimiento de la economía colombiana entre 3,8% y 5,0% (como se presenta en detalle más adelante); ii) una

En 2011, el déficit en cuenta corriente se ubicaría entre 2,4% y 3,0%.

recuperación de nuestros socios comerciales (entre 2,7% y 3,3%); iii) mejores precios internacionales de los principales productos exportados con respecto a los observados el año anterior (como se discutió en la sección anterior); iv) ingresos por transferencias corrientes⁷ creciendo entre -2,2% y 1,2% en el año; v) una IED neta mayor a la observada en 2009, y vi) un endeudamiento externo neto del sector público (sin Ecopetrol) alrededor de US\$5.000 m.

Así las cosas, las importaciones en dólares podrían crecer entre 16% y 25%, en términos anuales, y las exportaciones lo harían entre 20% y 22%, dependiendo principalmente del comportamiento de los precios de los productos básicos y de la recuperación de las ventas hacia otros destinos diferentes a Venezuela. De esta forma, para el año 2010 se espera una ampliación del déficit en cuenta corriente frente a lo registrado en el año 2009 y en el primer semestre del año. En efecto, dicho déficit podría ubicarse en un rango entre 2,0% y 2,6% del PIB, el cual se prevé que sea financiado en gran parte por entradas de IED y por recursos externos del sector público.

Para el año 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. Se considera un nivel de endeudamiento externo del sector público (sin Ecopetrol) importante, pero menor al de 2010, y una IED neta mayor a la proyectada para este año. En cuanto a la balanza comercial, se proyecta un aumento tanto de las importaciones como de las exportaciones (en dólares) menor al esperado para 2010. Así las cosas, el déficit en cuenta corriente para el año 2011 podría ubicarse entre 2,4% y 3,0% del PIB, el cual seguiría siendo financiado, en gran parte, por entradas de IED y por recursos externos del sector público.

C. CRECIMIENTO INTERNO

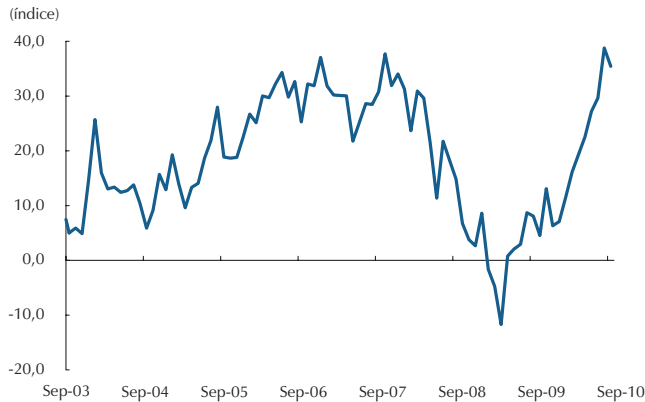
1. Tercer trimestre de 2010

Los indicadores disponibles muestran que el crecimiento de la economía en el tercer trimestre habría continuado a un ritmo estable. De igual forma a como ocurrió en el primer semestre de este año, los indicadores más dinámicos estarían siendo los relacionados con la demanda interna, en particular con el consumo de los hogares y en menor medida con la producción de bienes destinados a la inversión. A pesar de ello, algunas variables que siguen el comportamiento de la oferta presentaron desaceleraciones en sus tasas de crecimiento, e inclusive caídas en sus niveles.

En el tercer trimestre, los indicadores más dinámicos son los relacionados con la demanda interna.

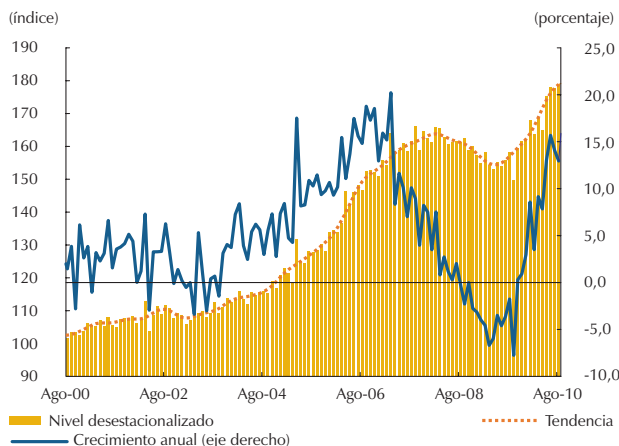
⁷ El principal componente de las transferencias corrientes son las remesas de trabajadores, y su comportamiento durante el año 2010 depende del desempeño de las economías de donde dichos recursos provienen (principalmente los Estados Unidos, Venezuela y España).

Gráfico 64
Indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo



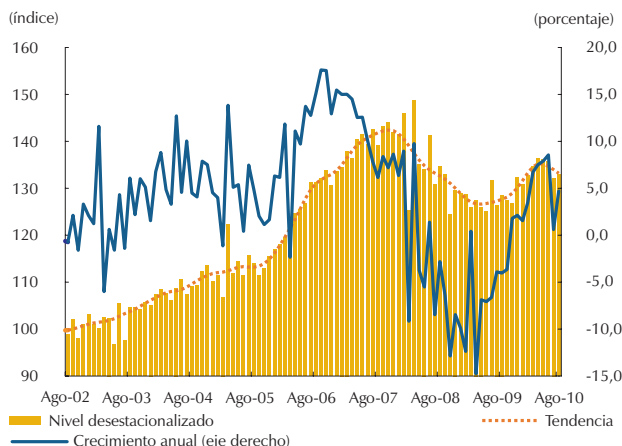
Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 65
Comercio al por menor sin combustibles
(serie desestacionalizada, tendencia y crecimiento anual)



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

Gráfico 66
Índice de producción industrial sin trilla de café
(serie desestacionalizada, tendencia y crecimiento anual)



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

El desempeño más sobresaliente en estos últimos tres meses ha sido el del índice de confianza del consumidor (ICC). De acuerdo con la Encuesta de opinión del consumidor de Fedesarrollo, la confianza de los hogares continuó aumentando durante el tercer trimestre, alcanzando en agosto el máximo nivel en la historia de la serie (Gráfico 64). Este resultado se explica principalmente por el gran salto que registraron las expectativas de los consumidores sobre la situación económica a doce meses, y en menor medida por una mejoría en la percepción sobre las condiciones económicas actuales. De la mano con lo anterior, los hogares se mostraron más dispuestos a comprar carro, casa y bienes durables. En septiembre el ICC presentó una leve caída que podría indicar que esta variable había tocado techo.

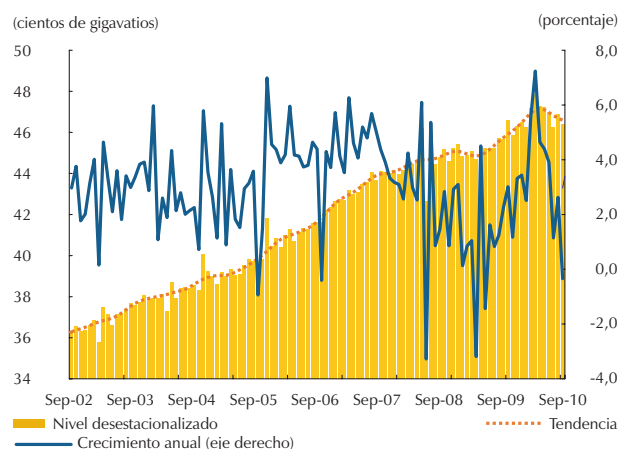
Las ventas del comercio también mantuvieron una dinámica positiva. De acuerdo con la Muestra mensual del comercio al por menor del DANE, las ventas en julio y agosto crecieron 13,9% y 12,7%, respectivamente; tasas superiores a las registradas en promedio en los últimos años (Gráfico 65). Así las cosas, el nivel de las ventas continúa con la fuerte tendencia creciente que empezó a observarse desde mediados de 2009.

El fuerte incremento de las ventas del comercio se atribuyó en parte a las ventas de vehículos, las cuales en los dos meses citados crecieron en promedio 40% con respecto al mismo período del año pasado. No obstante, las compras de otro tipo de mercancías (alimentos, ropa y calzado, por ejemplo) también mostraron una dinámica favorable, por lo que las ventas del comercio, sin tener en cuenta automóviles, se expandieron a una tasa promedio de 8,1% durante julio y agosto.

De otro lado, los indicadores relacionados con la oferta señalan dinámicas más débiles. Por ejemplo, cuando se depura el índice de producción industrial de ruidos estadísticos, se aprecia que la producción de julio y agosto, que creció en promedio 2,3% en términos anuales, estuvo por debajo de la de meses anteriores (Gráfico 66). Si bien la desaceleración fue fuerte en unas pocas ramas (ingenios azucareros y bebidas, principalmente), en general se observó un menor dinamismo en un amplio número de industrias.

El pobre comportamiento de la producción industrial en los últimos meses estaría asociado con el desempeño de sus ventas al mercado externo. Éstas siguieron golpeadas por el colapso de las exportaciones a Venezuela, a lo que se sumó un debilitamiento de la demanda de otros países (los Estados Unidos, principalmente) y una apreciación adicional del peso. Dichos factores han impedido que el sector recupere el nivel de la producción alcanzado hace tres años, a pesar de los esfuerzos de diversificación de mercados, una capacidad instalada todavía holgada y el abaratamiento de los insumos importados.

Gráfico 67
Demanda de energía total^{a/}
(serie desestacionalizada, tendencia y crecimiento anual)



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

Además de la industria, la energía eléctrica producida y demandada por hogares y firmas también padeció una notable desaceleración en su ritmo de crecimiento o expansión anual. En el tercer trimestre creció 1,1% en términos anuales, tasa inferior a las registradas en los dos primeros trimestres del año, y su nivel retrocedió frente a lo observado en dichos periodos (Gráfico 67). Buena parte de este comportamiento estuvo asociado con el componente regulado, que se destina mayoritariamente al consumo de los hogares.

Esta tendencia, que no se corresponde con el alto dinamismo del resto del consumo, podría obedecer a una corrección en el uso de energía eléctrica por parte de los hogares después de los altos niveles de consumo observados a finales del año pasado e inicios del presente, y que coincidieron con las altas temperaturas

debido al fenómeno de El Niño. De todas maneras, la desaceleración en estos indicadores conllevará un ritmo de crecimiento relativamente bajo para el PIB de servicios públicos.

Teniendo en cuenta la evolución de éstos y otros indicadores, en el presente informe se considera que en el tercer trimestre la mayor contribución a la expansión del PIB provendría del consumo de los hogares. Se prevé una aceleración en su crecimiento frente al registrado en los trimestres anteriores, sobre todo en el consumo de bienes durables y semidurables importados.

Cabe señalar que este tipo de bienes es el único componente dentro del consumo de los hogares que aún no recupera los niveles de antes de la crisis, por lo que cabe esperar que la tendencia actual se prolongue por unos trimestres más. Para el consumo de bienes no durables se espera una lenta expansión, similar a la observada en promedio durante la década pasada.

Con respecto al consumo del Gobierno la información disponible es más escasa. En este informe se supone una desaceleración durante el tercer trimestre en términos de su crecimiento anual que, sin embargo, implica que los niveles observados en la primera mitad del año se mantendrían. No se descarta que el cambio de administración

La mayor contribución al crecimiento la haría el consumo de los hogares.

pueda haber tenido algún efecto transitorio en la capacidad de ejecución del gasto, por lo que la incertidumbre que rodea los pronósticos anteriores es alta.

Para la inversión total se anticipa un crecimiento anual relativamente alto (superior al 10%), aunque menor que el reportado en los dos trimestres anteriores. Esta expansión sería suficiente para situar este tipo de gasto significativamente por encima de los registrados durante todo 2009.

El comportamiento favorable de la inversión en el tercer trimestre no habría abarcado a todos sus componentes. Así, por ejemplo, la formación bruta de capital fijo estaría registrando un crecimiento muy superior al de los dos últimos años, gracias a una fuerte recuperación en las compras de equipo de transporte, y maquinaria y equipo, según lo sugiere el aumento de las importaciones en dólares. Sin embargo, y tal como ocurrió en el segundo trimestre, se espera que el dinamismo de este gasto compense la contracción prevista en la construcción de edificaciones y en un pobre desempeño de la inversión en obras civiles en términos de crecimiento anual. A su vez, los inventarios habrían seguido recuperándose, en la medida en que los industriales y comerciantes están respondiendo al dinamismo del consumo y a que las expectativas empresariales continúan reflejando un optimismo apreciable.

En contraste con lo registrado por la demanda interna, la contribución de la demanda externa neta habría sido negativa en los últimos tres meses hasta septiembre debido a una fuerte expansión de las importaciones que superó ampliamente la de las exportaciones, pese a que estas últimas se habrían acelerado. En el tercer trimestre las compras de bienes y servicios externos habrían crecido a una tasa cercana al 20% en pesos constantes y se estarían ubicando en niveles máximos históricos. Las exportaciones, por su parte, habrían presentado una expansión importante —en términos del crecimiento anual similar al promedio de los últimos diez años—. Así, se confirmaría que el estancamiento de este tipo de gasto, el cual duró un año, habría llegado a su fin, impulsado por el buen desempeño de las exportaciones no tradicionales y por algún repunte en las tradicionales.

Por ramas de actividad económica se espera que en el tercer trimestre los sectores con mayor contribución al crecimiento anual sean, en su orden, la minería, el comercio y los servicios financieros, inmobiliarios y a las empresas. El sector de más pobre desempeño sería de nuevo la construcción de edificaciones, para el cual se espera una nueva contracción en términos anuales, aunque de una magnitud considerablemente menor que la del segundo trimestre. Esto, unido a un discreto comportamiento de las obras civiles, provocará que la construcción total se mantenga en niveles similares a los observados el mismo período del año pasado.

Con base en todo lo anterior, en el presente informe se estima que para el tercer trimestre el crecimiento del PIB se habría ubicado dentro del rango comprendido entre 4,0% y 4,8%. Esto implicaría que la economía colombiana habría mantenido una tendencia de crecimiento aceptable, con una expansión anual similar a la que se observó en la primera mitad del año y sin que la desaceleración de

En el tercer trimestre, el PIB habría crecido entre el 4.0% y 4.8%.

La tendencia de crecimiento se mantendría en 2011.

las economías desarrolladas del segundo y tercer trimestres hubiera ejercido un impacto local importante.

2. Proyecciones para todo 2010 y 2011

Las condiciones internas previstas para lo que resta del año y para comienzos de 2011 no dan pie para pensar en un cambio en las tendencias de crecimiento. Todo apunta a que la confianza de los consumidores y empresarios continuaría en niveles altos, sosteniendo el aumento del gasto, mientras que la tasa de inflación permanecerá dentro del rango meta de largo plazo (como se menciona en la siguiente sección), impidiendo deterioros del ingreso real disponible. Adicionalmente, la política monetaria expansiva y un sistema financiero que se muestra sólido y solvente continuarán haciendo posible el incremento de los créditos de consumo y comercial.

En el ámbito externo es donde se vislumbran los mayores obstáculos, debido a que la recuperación de la economía mundial continúa siendo muy frágil y dispar; además comienzan a observarse indicios de desaceleración en algunos países desarrollados. A ello se suma la reducción del comercio con Venezuela, que seguirá afectando las tasas de crecimiento anual de las ventas al exterior hasta finales de año. Por esta razón, a pesar de que se espera un importante incremento de las exportaciones en el cuarto trimestre de 2010 (producto, en buena medida, de la baja tasa de comparación), el desempeño de este agregado para el año completo no será sobresaliente. A su vez, para 2011 se espera un aumento moderado de las ventas externas, que estaría apoyado en una mejoría en las cantidades exportadas de algunos de nuestros principales productos, entre ellos el petróleo y el carbón, y en la ampliación de los vínculos comerciales entre las economías emergentes más dinámicas. Pese a ello, solo hasta principios de 2012 las exportaciones sólo alcanzarían el máximo nivel reportado antes de la crisis.

Para la elaboración de los pronósticos de crecimiento se tuvieron en cuenta tres escenarios que recogen las consideraciones efectuadas para el contexto externo y la balanza de pagos, presentadas en las secciones anteriores. Adicionalmente, contemplaron los siguientes supuestos sobre el comportamiento de algunas variables internas:

- Escenario de menor crecimiento: en el cuarto trimestre de 2010 el consumo público crecería a una tasa cercana a cero. La inversión en obras civiles se contraería en cerca de 4,5%. Para todo 2011, por su parte, se supone una expansión del consumo del Gobierno del orden del 4%, mientras que la inversión en obras civiles lo haría en 6%.
- Escenario base: el consumo público en el cuarto trimestre crecería a una tasa cercana al 4% mientras que la inversión en obras civiles lo haría a una tasa levemente superior al 2,5%. Para todo el año siguiente los incrementos previstos para estos dos tipos de gasto son 4% y 6%, respectivamente.

Los mayores obstáculos para el crecimiento se vislumbran para el ámbito externo.

Para 2011 se espera un aumento moderado en las ventas externas.

Se destaca el impulso que brindaría el consumo de los hogares, en lo que queda de 2010 y en 2011.

- Escenario de mayor crecimiento: el consumo del Gobierno en el último cuarto de 2010 presentaría un incremento de 8% y, a su vez, la inversión en obras civiles lo haría un poco más del 10%. Para 2011, por su parte, las expansiones proyectadas son algo más modestas: de 5% para el consumo público y de cerca de 8% para la inversión en obras civiles.

A continuación se resumen los principales resultados.

En los tres escenarios se destaca el impulso que brindaría el consumo, en particular el de los hogares, al crecimiento del PIB tanto en lo que queda de 2010 como durante todo 2011. Altos aumentos en el consumo de bienes durables deberán seguir observándose hasta bien entrado el próximo año.

Además de los ya mencionados, otros factores continuarán apoyando el fuerte desempeño esperado para el consumo: i) la dinámica de las remesas, las cuales no mostrarían una caída con la fuerza prevista en informes anteriores, ii) la relativa recuperación en el mercado laboral, y iii) los efectos rezagados que tendría en 2011 la política monetaria laxa implementada en el presente año.

En 2011 también se espera un importante crecimiento de la inversión total, en línea con el comportamiento de este agregado a finales de 2010. En términos anuales la expansión de este tipo de gasto se daría en los tres escenarios y estaría impulsada, entre otros, por la acumulación de inventarios. La inversión en capital fijo diferente de obras civiles, por su parte, se expandiría nuevamente en 2011 a una tasa levemente menor con respecto a la registrada en el presente año. El crecimiento de este tipo de inversión continuaría siendo bajo si se compara con sus tasas históricas de antes de la crisis financiera (alrededor del 15%). Con respecto a la inversión en obras civiles, se destacaría la contribución del fuerte flujo de IED destinada principalmente al sector minero.

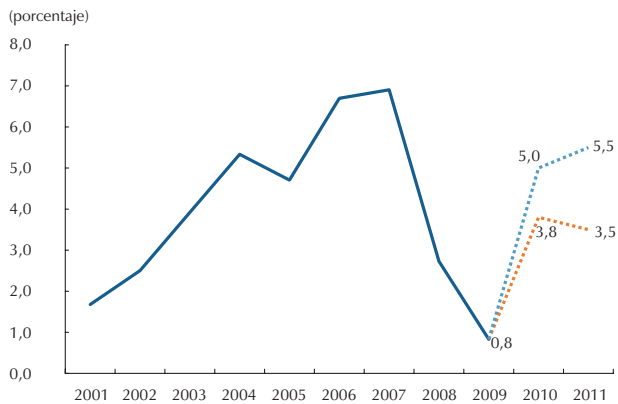
Por su lado, para lo que queda de 2010 y todo 2011, las importaciones presentan un panorama que no sería diferente a lo que se ha registrado durante lo corrido del presente año. Las compras externas continuarían creciendo de la mano del aumento previsto en el consumo y la inversión. Se espera, sin embargo, que el incremento de las importaciones se desacelere en alguna medida hacia finales de 2011.

Por ramas de actividad económica, en lo que queda de 2010 y en 2011 el sector más dinámico será, sin duda alguna la minería, impulsada por la permanente expansión de la producción petrolera y por las tasas de crecimiento que se esperan en la extracción de carbón. Adicionalmente, se estima que otros sectores como el comercio, tanto mayorista como minorista, junto con los servicios, registren importantes ritmos de expansión.

El crecimiento del PIB para todo 2010 estará entre 3,8% y 5,0%.

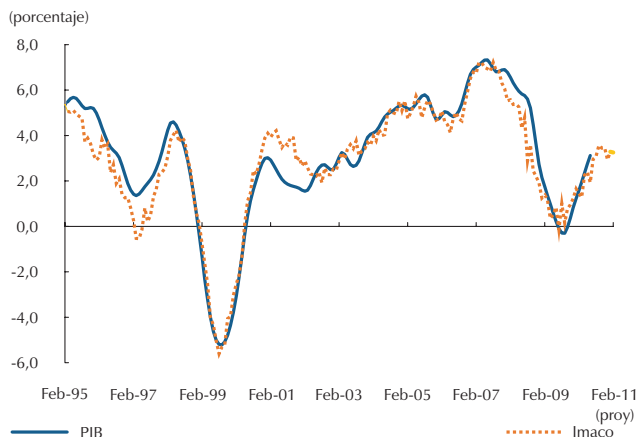
Con base en lo mencionado, en el presente informe se estima que el crecimiento del PIB para todo 2010 se ubique entre 3,8% y 5,0% (Gráfico 68). Al igual que con el pronóstico de crecimiento del tercer trimestre, este intervalo mantiene un

Gráfico 68
Rango de pronóstico del PIB para 2010 y 2011



Fuente: DANE; pronósticos del Banco de la República.

Gráfico 69
Imaco: líder cinco meses del PIB^{a/}



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

balance de riesgos equilibrado, por lo que se cree más probable que el crecimiento de 2010 pueda situarse hacia la mitad del rango.

Cabe señalar que el indicador líder índice mensual de la actividad económica en Colombia (Imaco), que reúne en un solo índice variables sectoriales y monetarias con alguna relación adelantada con la actividad económica agregada, anticipa una expansión de la economía para 2010 por debajo de 4% (Gráfico 69). No obstante, como se ha advertido en informes anteriores, la dinámica del Imaco puede dejar de lado algunos factores, que están impulsados particularmente el crecimiento de 2010, como por ejemplo los relacionados con el sector minero.

Por su parte, para 2011 se estima que la expansión de la economía estará entre 3,5% y 5,5%, levemente mayor a lo que se prevía hace tres meses (3% y 5%) (Gráfico 68). Como se mencionó en la sección anterior, este pronóstico supone que la economía mundial crece un poco menos que lo esperado para 2010, junto con un incremento moderado en los precios del petróleo y otras materias primas, y una leve ampliación en el déficit en la cuenta corriente.

D. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

1. Pronósticos

A lo largo del tercer trimestre no se presentaron cambios importantes en los factores que determinan los precios en el mediano y largo plazos. En general, se siguen dando las condiciones para que la inflación anual al consumidor se mantenga en niveles bajos y relativamente estables para lo que resta de 2010 y durante 2011.

No obstante, la senda central de pronóstico que se presenta en este informe se redujo levemente frente a la del informe anterior, lo que se explica, en parte, porque las proyecciones del informe de junio tendieron a sobrestimar un poco los resultados de la inflación para septiembre en varias de las principales subcanastas. La evolución de los precios en estos tres meses mostró unas presiones de demanda más bajas que las previstas, un tipo de cambio más apreciado y unos factores de oferta más favorables los cuales explicaron ajustes de los precios de los regulados y de los alimentos algo menores que los anticipados.

Al igual que en el informe de junio, el pronóstico central señala un aumento pequeño de la inflación para los últimos tres meses del año en curso, aunque en esta

Para lo que queda de 2010 y para 2011 se espera una inflación baja y estable.

oportunidad la cifra final para diciembre se ubicaría con más certeza dentro de la mitad inferior del rango meta de largo plazo (2% a 4%). Para 2011 la senda central muestra nuevamente un descenso de la inflación anual hacia niveles cercanos al piso de dicho intervalo.

En la medida en que los pronósticos de crecimiento del PIB y de la demanda agregada no han variado mucho en este informe frente al anterior, se mantuvo la estimación de la brecha del producto para 2010 y 2011. Como se menciona en el capítulo I, la brecha promedio para 2010 se estimó en -1,0%, lo que implica que se encontrará aún en terreno negativo al finalizar este año. Para 2011 ésta deberá cerrarse entre el segundo y el tercer trimestres y estará en terreno levemente positivo hacia el cuarto. Lo anterior, teniendo como base un crecimiento del PIB potencial en estos próximos cinco trimestres de alrededor de 4,0%, lo que implica una aceleración frente a las mediciones para 2009 y comienzos de 2010.

No deberán observarse presiones importantes sobre los precios como consecuencia del crecimiento previsto.

Tal y como se consideraba en el informe de junio, de las estimaciones de brecha se desprende que no deberán observarse presiones sobre los precios en lo que resta de 2010 y en 2011 como consecuencia del crecimiento previsto (véase sección precedente). Además de la brecha negativa, debe tenerse en cuenta que la recuperación económica está acompañada de un aumento importante de las importaciones de todo tipo, lo que asegura una buena oferta de bienes y servicios para atender la demanda creciente, sin riesgos serios de generar alzas en precios. Como resultado, los pronósticos del IPC de no transables sin alimentos ni regulados, la canasta más sensible a las variaciones de la demanda, apuntan a una variación anual que decrece lentamente en 2011, manteniéndose dentro del rango meta de largo plazo. Este fenómeno también se podría observar para otros rubros de alimentos y transables.

La desaceleración de la variación anual, pese al cierre de la brecha, tiene su explicación en el papel que desempeñan las expectativas de inflación decrecientes, así como en el bajo nivel de la inflación total que prevalecerá en el cuarto trimestre de este año. Tanto expectativas como la inflación rezagada son componentes importantes en las ecuaciones de comportamiento del IPC de no transables y para ambas variables las estimaciones del Banco de la República indican valores cercanos o inferiores al 3,0% en lo que resta de este año y a comienzos de 2011.

En términos económicos lo anterior implica que los precios de los no transables, pero también los de otros componentes del IPC, tenderán a ajustarse a tasas cercanas a las observadas en el pasado reciente o a las que señalen las expectativas de empresarios y consumidores. Estos ajustes, en parte, deberían estar garantizados por la activación de diversos mecanismos de indexación en rubros como los de educación y salud a comienzos del siguiente año, como ha sucedido en el pasado. Así, la baja inflación hoy en día y hacia finales de 2010 deberá limitar los ajustes de precios para 2011 en una amplia gama de bienes y servicios.

Se prevén ajustes moderados en los salarios para 2011.

La inflación baja esperada para diciembre de 2010 también permite confiar en ajustes moderados en el salario mínimo y en el resto de salarios de la economía,

El fenómeno de “La Niña” puede producir aumentos transitorios de precios, pero su impacto sería limitado.

Las ventas a Venezuela se recuperarán muy lentamente, lo que garantiza una oferta de alimentos abundante para el mercado interno.

No se anticipan presiones alcistas sobre el IPC de regulados.

lo que sería compatible con el rango meta del largo plazo. Esta circunstancia, y la existencia de un mercado laboral todavía holgado para los próximos trimestres, como se discute en el capítulo I, descartan el surgimiento de presiones de costos laborales en el mediano plazo. Esto, a su vez, permitirá ajustes moderados en los precios de las diferentes canastas del IPC, incluyendo la de alimentos y regulados.

La senda central de pronóstico tiene en cuenta el ejercicio de balanza de pagos presentado, el cual contempla niveles bajos de primas de riesgo soberano y fuentes de financiamiento externo relativamente abundantes hacia finales de 2010 y durante 2011. Por ello es razonable suponer que las presiones hacia la depreciación del peso serán pocas, lo que garantiza estabilidad en el IPC de transables y una variación anual para este indicador que lentamente evolucionará hacia terreno positivo desde los valores negativos que registra en la actualidad.

Con respecto al IPC de alimentos, en este informe se considera que el fenómeno de La Niña, el cual suele traer abundantes lluvias, puede generar aumentos transitorios en los precios de productos perecederos específicos en mercados determinados. Sin embargo, las alzas no deberán ser generalizadas y, por tanto, su impacto será limitado. La información de los últimos treinta años muestra que los excesos de lluvias no han venido acompañados de aceleraciones de inflación importantes. En alimentos también se supone una recuperación muy lenta de la demanda venezolana. Esto debe garantizar todavía una buena oferta en el mercado interno de productos como la carne, especialmente en zonas fronterizas, frenando las alzas en precios.

Por otro lado, en los últimos dos meses se han presentado repuntes de los precios internacionales de cereales y oleaginosas que hasta septiembre no se habían transmitido a los costos y precios internos, en buena parte gracias a la apreciación acumulada del tipo de cambio. Algo similar ha sucedido con el precio del petróleo. Aunque se espera que algunos de estos precios aumenten un poco más o continúen por encima de los registros de la primera mitad del año, la transmisión hacia los precios internos de alimentos y de otros productos será parcial gracias a la apreciación del tipo de cambio en lo corrido del año.

Sobre el IPC de regulados tampoco se anticipan presiones alcistas en lo que resta de 2010 y en 2011. De hecho, hay algunos factores que pueden contribuir a disminuir sustancialmente el ritmo de ajuste de estos precios en los próximos trimestres. El más importante es el aumento en la capacidad de generación hidroeléctrica gracias al aumento de lluvias, lo que ofrece la posibilidad de reducir costos de producción de energía y, por esta vía, restringir los aumentos en las tarifas a los consumidores para buena parte de 2011. La senda central de pronóstico contempla parte de estos factores, por lo que se espera una variación anual de regulados en 2011 que sería significativamente menor que la observada en 2010 y también inferior a la prevista en el informe de junio.

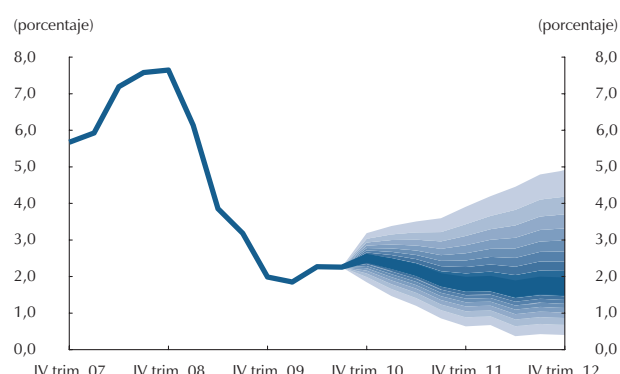
Dado todo lo anterior, el aumento moderado de la inflación anual al consumidor que se proyecta en el cuarto trimestre se concentra fundamentalmente en el IPC de

alimentos. En las otras canastas no se esperan cambios sustanciales en lo que resta del año. Para 2011 el descenso pronosticado en la inflación anual hacia el piso del rango meta supone primordialmente una reducción en el ritmo de ajuste de los precios de los regulados, tanto de los servicios públicos, como de los combustibles, y en menor medida del transporte público. También se prevén descensos se prevén en las variaciones anuales de no transables sin alimentos ni regulados y de alimentos, en este último caso con una mayor volatilidad. Para transables sin alimentos ni regulados se espera que la variación anual retorne lentamente a terreno positivo, pero manteniéndose siempre por debajo del piso del rango meta.

2. Balance de riesgos

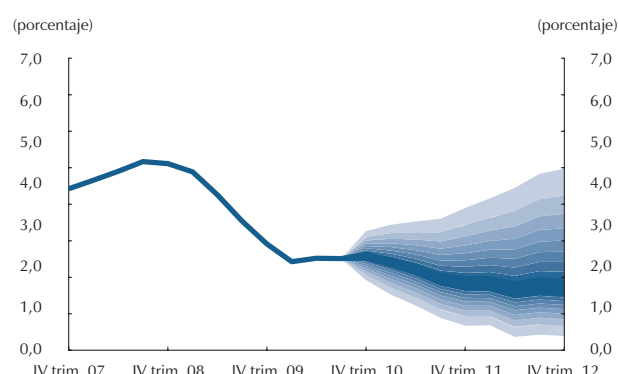
El balance de riesgos estimado para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *Fan chart* de los gráficos 70 y 71. La incertidumbre incorporada en la nueva estimación es levemente mayor que la considerada en el informe anterior por varias razones. Una de ellas es la dificultad de cuantificar el impacto del actual fenómeno de La Niña sobre los precios de los alimentos, dado que el nivel de precipitaciones registrado en septiembre y octubre ha excedido el observado anteriormente en conyunturas similares. Otra es la mayor incertidumbre con respecto al desempeño de la economía mundial, que en esta oportunidad incluye elementos nuevos como la expansión adicional en los Estados Unidos con efectos posibles sobre la demanda interna y el tipo de cambio. Así las cosas, el *Fan chart* presenta una mayor amplitud que la empleada en el pasado.

Gráfico 70
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 71
Fan chart de la inflación sin alimentos ^{a/}



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

Los principales riesgos al alza son:

- Precios de materias primas mayores que lo considerado en la senda central y/o un mayor impacto de sus niveles por cuenta de una depreciación prolongada del peso. A pesar de que se han venido registrando algunas alzas desde hace dos o tres meses, éstas no han generado presiones inflacionarias,

Un riesgo al alza son los aumentos de los precios internacionales de las materias primas por encima de lo previsto.

en parte, debido a que la apreciación del tipo de cambio impedía que dichos incrementos se trasladaran a la inflación interna. Sin embargo, en un contexto de mayores alzas, por efecto del auge de las economías emergentes, la transmisión podría reactivarse, originando presiones en materia de costos y de inflación de alimentos. Este escenario es más probable si los movimientos del tipo de cambio no compensan estas alzas.

- Un impacto del fenómeno de La Niña más fuerte y prolongado que el esperado sobre los precios de los alimentos. La información histórica disponible puede no ser suficientemente extensa para evaluar de manera correcta los riesgos de un fenómeno natural como éste, más aún si hay un fuerte proceso de cambio climático global cada vez más evidente. El análisis histórico podría no ser válido si además se corrobora que en estos años han sucedido transformaciones en el sector agropecuario que lo han hecho más vulnerable a eventos climáticos como éste (por ejemplo, cambios en la frontera agrícola). Circunstancias como las anteriores pueden llevar a que las estimaciones del impacto del fenómeno de La Niña, basadas en el comportamiento de los precios en las tres últimas décadas, puedan estar subestimadas.
- Un crecimiento interno para 2011 en la parte superior o por encima del intervalo de pronóstico contemplado en este informe. Una situación como ésta podría ser el resultado de un aumento del consumo privado y de la inversión en vivienda por encima de lo esperado, principalmente por una expansión vigorosa del crédito que se prolongue durante el próximo año. También, por un incremento mayor del consumo público y de la inversión en obras civiles, algo que no se puede descartar dada la escasa información disponible actualmente. Un mayor impulso de la demanda interna que el contemplado en el pronóstico central podría originar presiones alcistas en la inflación de no transables y en las expectativas de inflación.

Los riesgos a la baja son:

- Una desaceleración más pronunciada del crecimiento de los países desarrollados y su posible contagio sobre los países emergentes. El reciente nerviosismo en los mercados financieros refleja que los problemas de deuda originados en los acentuados desbalances fiscales de varios países desarrollados continúan siendo una amenaza para el crecimiento 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 sobre los términos de intercambio y, en últimas, sobre el ingreso nacional disponible, que podría presionar a la baja la inflación interna.
- Dos elementos que presionarían la inflación a la baja son la reducción de aranceles para algunos bienes importados (finales y de capital) anunciados por el Gobierno, junto con la posible eliminación de la sobretasa al consumo de energía para la industria. Ninguno de estos choques, que

La reducción de aranceles anunciada por el gobierno podría ejercer presiones a la baja en la inflación, aunque moderadas.

La indexación y las bajas expectativas ayudarán a mantener la inflación en niveles bajos para 2011.

tendrían un efecto bajista transitorio sobre la inflación (a lo largo de 2011), fue incluido en la senda central de pronóstico. Aunque sus efectos pueden ser moderados, vale la pena tenerlos en cuenta al momento de evaluar las proyecciones.

- Al igual que en los últimos dos informes, se sigue considerando que los riesgos al alza predominan sobre los riesgos a la baja. No obstante, el análisis indica que hay una alta probabilidad de que la inflación de 2010 y 2011 se ubique dentro de la meta de largo plazo fijada por la JDDBR (entre 2% y 4%). Como siempre, estos pronósticos consideran una política monetaria que se mantiene activa.

Dado todo lo anterior, se puede afirmar que en 2010 la economía colombiana habría retornado a una senda de crecimiento alrededor de su promedio histórico, sin haber comprometido el objetivo de inflación. Con respecto a 2011, conviene recalcar que el resultado de inflación dependerá, además de la evolución de los riesgos presentados, de algunos factores particulares que estarán presentes en dicho año como:

- La activación de los mecanismos de indexación, que harían que la inflación siga presentando una alta inercia, pero esta vez en un entorno de ajustes bajos en precios.
- El eventual cumplimiento de la meta de inflación de largo plazo por varios años consecutivos, lo cual mantendría anclada las expectativas de inflación.
- Y el desenvolvimiento del tipo de cambio frente a acontecimientos no previstos en el contexto internacional.

Recuadro 4

LA META DEL BANCO CENTRAL Y LA PERSISTENCIA DE LA INFLACIÓN EN COLOMBIA*

Norberto Rodríguez
Luis Eduardo Rojas**

Un nivel alto de persistencia de la inflación obliga a las autoridades a elevar más y durante un período más prolongado la tasa de interés para reducir la inflación después de un choque. Esto último hace más costoso un proceso de desinflación en términos de empleo y PIB, y puede conducir a errores de política que finalmente generen niveles altos de inflación. A nivel teórico la existencia de persistencia en la inflación¹ invalida la denominada curva de Phillips neokeynesiana.

En un documento reciente Echavarría, López y Misas (2010) analizan el comportamiento de la serie de inflación en Colombia. Encuentran cambios significativos en la media y varianza de las series en los períodos 1990-I a 2000-I y 2000-II a 2010-IV, pero no en un indicador de persistencia, como lo es la suma de los coeficientes autorregresivos. En la segunda parte de su documento los autores tampoco hallan cambios significativos en persistencia para la variable $\pi_t - \pi_t^*$, donde π_t^* corresponde a la meta del banco central.

El resultado es paradójico. Mishkin (2007, pp. 299-300) sugiere que durante los años noventa Colombia no se comprometió seriamente a reducir la inflación por debajo de 20%-25%, siendo la estabilidad del producto el objetivo central. La inflación promedio en 1991-1998 (22,7%) fue similar a la de los años ochenta (23,6%), y la inflación resultó sistemáticamente superior a la meta del banco central entre 1991 y 1996.

Según el autor, el cambio abrupto de régimen se presentó en octubre de 2000, cuando las autoridades adoptaron oficialmente el régimen de inflación objetivo. La recesión de 1999 llevó a una inflación de 10%, un valor que no se observaba desde la década de los años setenta, por lo que las autoridades aprovecharon las circunstancias para reformular a fondo la política monetaria. Las metas de inflación para 2000, 2001 y 2002 fueron 10%, 8% y 6%; además, se otorgó mayor énfasis al cumplimiento de las metas explícitas y a la transparencia del proceso. También, se adoptó la tasa de

interés como instrumento de política y se presentó una relativa flotación cambiaria —véase Hernández y Tolosa (2001) y Gómez, Uribe, y Vargas (2002)—. La inflación mensual anualizada se redujo desde niveles cercanos a 16% a mediados de 1998 hasta estar alrededor de 2% durante buena parte de 2010.

En este documento se adopta una vía similar al de la segunda parte de Echavarría, López y Misas (2010), pero no se asume que la meta de inflación anunciada por el Banco de la República es enteramente creíble. Siguiendo a Stock y Watson (2007) y a Kang, Kim y Morley (2009), se estima para 1979-I a 2010-II un modelo econométrico que descompone la serie de inflación trimestral anualizada ($400 \times \ln(P_t/P_{t-4})$) entre una tendencia estocástica (componente permanente) y un componente transitorio. En otras palabras, se permite la existencia de choques transitorios y de choques permanentes, estos últimos inducidos, quizá, por las variaciones en la meta del banco central.

Con base en Kang, Kim y Morley (2009) se desarrolla un modelo de componentes no observados de inflación que incorpora múltiples cambios de régimen. Se consideran las siguientes tres ecuaciones:

$$\pi_t = \tau_t + C_t \quad (1)$$

$$\tau_t = u_{s_t} + \tau_{t-1} + \eta_t \quad (2)$$

$$C_t = \beta_{1,s_t} C_{t-1} + \beta_{2,s_t} C_{t-2} + \varepsilon_t \quad (3)$$

$$\eta_t \sim N(0, \sigma_{\eta,s_t}^2); \varepsilon_t \sim N(0, \sigma_{\varepsilon,s_t}^2) \text{ para } s = 1, 2, 3$$

π_t corresponde a la inflación trimestral anualizada ($400 \times \ln(P_t/P_{t-4})$); τ_t representa el componente permanente de la serie; C_t el componente transitorio, derivado de un proceso AR(2); η_t corresponde a un choque permanente; ε_t a un choque transitorio y s_t al régimen vigente en el trimestre t ; u_{s_t} , $\beta_{s,1}$, $\beta_{s,2}$, σ_{η,s_t}^2 , $\sigma_{\varepsilon,s_t}^2$ son los parámetros del modelo, σ_{η,s_t}^2 y $\sigma_{\varepsilon,s_t}^2$ cuantifican la volatilidad de los choques permanente y transitorio respectivamente².

* Los autores agradecen especialmente a Juan José Echavarría por la idea original de trabajar este tema y sus comentarios durante el desarrollo del mismo. Las opiniones expuestas no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

** Econometrista asociado y profesional especializado del Departamento de Modelos Macroeconómicos respectivamente.

1 Es decir, desviaciones prolongadas de la inflación de su tendencia de largo plazo.

2 El modelo es similar al que desarrollan Stock y Watson (2006), pero acá se asume un proceso de componentes no observados con cambios abruptos (en lugar de volatilidad estocástica). Ello es consistente con el planteamiento de Levin y Piger (2004) y Benati (2008), confirmado en este documento, según el cual las variaciones en persistencia están asociadas con cambios relativamente abruptos en el régimen monetario. Además, el uso de un modelo con cambio de régimen y de la función impulso-respuesta para medir la persistencia hacen relativamente comparables nuestros resultados con los de Echavarría, López y Misas (2010).

El número potencial de regímenes se fijó arbitrariamente en tres, con lo cual posiblemente se capturan los cambios esperados a partir de: 1) la Constitución de 1991 y 2) la adopción del esquema de inflación objetivo a finales de 1999 (Gómez, Uribe y Vargas, 2002). Se estimaron los parámetros del modelo y los puntos de corte de cada régimen por el método de máxima verosimilitud. Los puntos de quiebre se encuentran cercanos a los que estiman Echavarría, López y Misas (2010)³.

El Gráfico R4.1, panel A, presenta la serie de inflación trimestral anualizada ($400 \times \ln(P_t/P_{t-4})$) y su componente permanente para los tres regímenes. En términos generales puede describirse cada régimen en la siguiente forma:

Primer régimen (1979-1989): se caracteriza por una alta volatilidad de los choques permanentes y transitorios, con choques transitorios de corta duración (cerca de un trimestre).

Segundo régimen (1989-1999): presenta una menor varianza de los choques con respecto al primer régimen, con una reducción aún mayor para la varianza de los choques transitorios. El componente permanente τ , presenta una tendencia u_2 negativa y de magnitud importante (reducción de 33 puntos básicos de inflación trimestral anualizada cada trimestre).

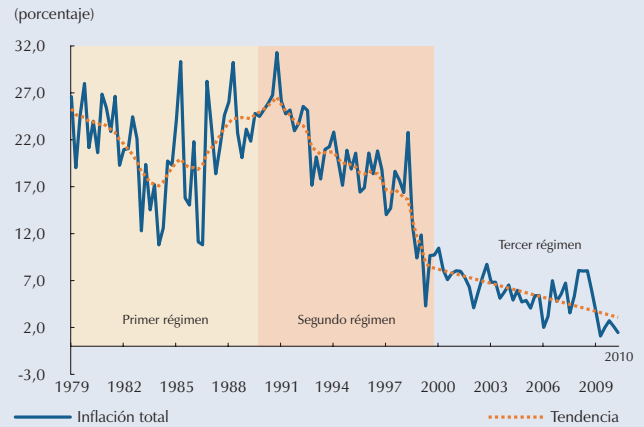
Tercer régimen (1999-2010): los choques permanentes presentan una varianza muy cercana a cero, por lo que los choques sobre la inflación resultan ser principalmente transitorios. Además, estos choques transitorios muestran mayor duración que en los dos regímenes anteriores. La tendencia resulta prácticamente determinística.

En el Gráfico R4.2, panel A, se muestra la tendencia obtenida en el ejercicio y la inflación observada para cada uno de los tres regímenes considerados, mientras que en el panel B se contrasta la tendencia (τ_t) con la meta de inflación fijada anualmente por la Junta Directiva del Banco de la República⁴.

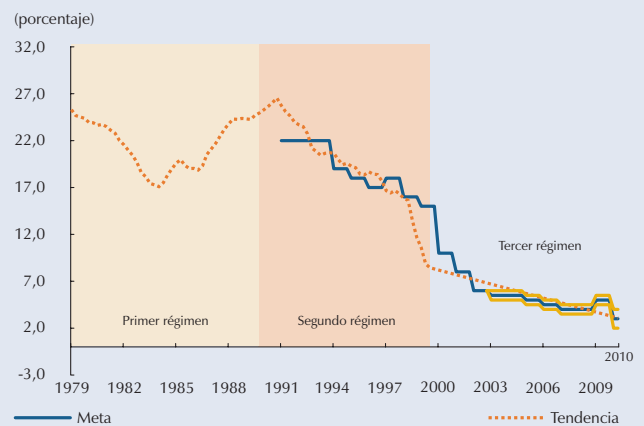
La meta del Banco de la República es un determinante importante en la formación de expectativas de los analistas económicos (Vargas *et al.*, 2009). Ello no significa que el Banco posea credibilidad al ciento por ciento, y menos aún en los primeros años en que actuó como banco independiente. Así, la tendencia de largo plazo estimada sigue las metas de

Gráfico R4.1
Inflación total, metas y tendencia de largo plazo (1979-2010)

A. Inflación total y tendencia



B. Metas y tendencia



Fuente: cálculos de los autores; Banco de la República.

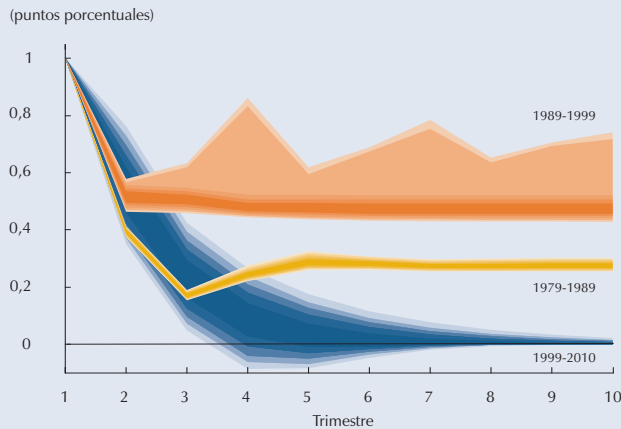
inflación fijadas por el Banco, pero no coincide exactamente con ellas. Se encuentra por encima de la meta entre 1994-I y 1996-III, y por debajo entre 1996-IV y 2001-I. Aparece cerca de la parte superior del rango entre 2004-I y 2007-II, pero cae más rápido entre ese momento y el final de la serie. También se presenta la “meta” de inflación implícita antes de 1991, la cual cayó desde 25,3% en 1979-I a 17,5% en 1984-II, y se elevó desde un mínimo de 18,6% en 1983-I a 26,5% en 1990-IV.

El Gráfico R4.2 presenta la función impulso-respuesta de la inflación y los diferentes intervalos de confianza ante un choque típico estandarizado igual a 1. El choque típico está conformado por un componente permanente y otro transitorio, con una importancia relativa proporcional a sus varianzas. La persistencia inflacionaria se define en función del nivel observado para la función impulso respuesta luego del choque inicial, y en función del número de trimestres que demora el choque en desaparecer. Cuando se consideran esas dos características puede concluirse que la persistencia inflacionaria se elevó en

3 Kang, Kim y Morley (2009) realizan un esfuerzo importante para determinar los años que acompañan los cambios de régimen. Dado que en nuestro caso también interesaban las comparaciones con los resultados con el trabajo de Echavarría, López y Misas (2010), se hizo menos énfasis en ese objetivo.

4 De acuerdo con la ley que regula las funciones del Banco de la República, éste propende por el cumplimiento de la meta de inflación en diciembre de cada año, establecida en noviembre del año anterior.

Gráfico R4.2
Impulsos–respuesta en los tres regímenes
(Respuesta de la inflación ante un choque típico inflacionario)



Fuente: cálculos de los autores.

Colombia entre 1979-1989 y 1989-1999, y se redujo a sus menores niveles en 1999-2010.

En el período 1979-1989 el choque inicial de 1 se reduce a 0,4 luego de un trimestre y a un poco más de 0,2 en los siguientes; pero el choque no desaparece enteramente en los diez trimestres considerados. En el período 1989-1999 el choque inicial apenas se reduce a 0,5 luego de un trimestre y se mantiene en ese nivel. En el período 1999-2010 se observa un comportamiento enteramente diferente al de los dos anteriores: el valor medio de la respuesta se reduce paulatinamente, llegando a cero en el quinto trimestre y en los trimestres posteriores.

Es posible que la persistencia inflacionaria se reduzca aún más en el futuro, pues el proceso de desinflación terminó y el Banco de la República ha anunciado una meta de inflación para los próximos años coincidente con la meta de largo plazo fijada desde 2001 ($3\% \pm 1$ punto porcentual). Las variaciones en la meta de inflación inducían una dinámica inflacionaria altamente persistente en el pasado (Cogley, Primiceri y Sargent, 2009).

La función impulso-respuesta obtenida en el trabajo permite discriminar entre un proceso no estacionario sujeto en su mayor parte a variaciones permanentes y uno que obedece en gran parte a variaciones transitorias. La serie de inflación trimestral anualizada para 2000-2010 resulta estacionaria

alrededor de una tendencia lineal (determinística), pues el efecto del choque desaparece, y las series para 1979-1989 y 1989-1999 resultan no estacionarias, ya que el choque no desaparece. El uso de funciones de respuesta a impulsos permite comparar niveles de persistencia en series no estacionarias: la serie es más persistente en 1989-1999 que en 1979-1989, debido a que los valores observados en la función impulso-respuesta son sistemáticamente mayores.

Referencias

- Benati, L. (2008). "Investigating Inflation Persistence Across Monetary Regimes", *Working Papers Series, European Central Bank*, vol. 85.
- Cogley, Timothy; Giorgio E. Primiceri and Thomas J. Sargent, (2010) "Inflation-Gap Persistence in the US," *American Economic Journal: Macroeconomics*, American Economic Association, vol. 2(1), pages 43-69, January.
- Echavarría, J. J.; López, E.; Misas, M. (2010). "La persistencia estadística de la inflación en Colombia", *Borradores de Economía*, núm. 400.
- Gómez, J.; Uribe, J. D.; Vargas, H. (2002). "The Implementation of Inflation Targeting in Colombia", *Borradores de Economía*, núm. 202.
- Hernández, A.; Tolosa, J. (2001). "La política monetaria en Colombia en la Segunda mitad de los años noventa", *Borradores de Economía*, núm. 172.
- Kang, K. H.; Kim, C.-J.; Morley, J. (2009). "Changes in U.S. Inflation Persistence", *Studies in Nonlinear Dynamics & Econometrics*, vol. 13, núm. 4, pp. 1-21.
- Levin, A. T.; Piger, J. M. (2004). "Is inflation Persistence Intrinsic in Industrial Economies?", *European Central Bank WP*, núm. 334.
- Mishkin, F. S. (2007). "Monetary Policy Strategies for Latin America", en F. S. Mishkin (ed.), *Monetary Policy Strategy*, MIT Press, pp. 279-308.
- Stock, J. H.; Watson, M. W. (2006). "Why Has U.S. Inflation Become Harder to Forecast?", *Working Paper*, núm. 12324, National Bureau of Economic Research.
- Stock, J. H.; Watson, M. W. (2007). "Why Has U.S. Inflation Become Harder to Forecast?", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 39, pp. 3-33.
- Vargas, H. et al. (2009). "Assessing Inflationary Pressures in Colombia", *Borradores de Economía*, núm. 558.

ANEXO

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTRANJEROS

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

1. Proyecciones para 2010

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

Cuadro A1
Proyecciones para 2010

	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 ^{a/}	4,2	2,7	1.800	3,5	(4,1)	10,5
ANIF ^{b/}	4,3	2,8		3,5	(4,1)	12,5
Banco de Bogotá	4,5	2,8	1.825	3,3	(3,5)	12,0
Banco Santander	4,5	2,8	1.850	3,5	(3,2)	11,5
Bancolombia	4,6	2,8	1.900	3,2	(3,4)	12,2
BBVA Colombia ^{a/}	4,8	2,7	1.780	3,4	(4,2)	11,5
Corficolombiana ^{a/}	4,3	2,9	1.825	3,6	(4,4)	11,9
Corredores Asociados ^{a/}	4,9	2,5	1.750	3,2	(4,0)	12,0
Correval	4,5	2,7	1.840	3,5	(3,5)	11,3
Davivienda ^{a/}	4,5	2,8	1.840	3,6	(4,2)	12,1
Fedesarrollo	4,0	2,8	1.828	n.d.	n.d.	12,2
Promedio	4,5	2,7	1.824	3,4	(3,9)	11,8
Analistas externos						
Citi ^{a/ b/}	4,0	2,5	1.815	3,4	(4,3)	12,0
Deutsche Bank	4,0	3,0	1.800	n.d.	n.d.	n.d.
Goldman Sachs	5,0	3,0	1.800	n.d.	(3,5)	n.d.
JP Morgan	4,5	2,9	1.800	3,0	(4,2)	n.d.
Promedio	4,4	2,9	1.804	3,2	(4,0)	12,0

n.d. no disponible.

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ Tasa de desempleo promedio del año.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones para 2011

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	4,5	3,2	1.700
ANIF	5,0	3,8	n.d.
Banco de Bogotá	4,3	3,4	1.800
Banco Santander	5,0	3,1	1.875
Bancolombia	4,1	2,8	1.845
BBVA Colombia	5,2	3,3	1.800
Corficolombiana	5,0	3,5	1.800
Corredores Asociados	5,5	3,3	1.700
Correval	4,5	3,2	1.870
Davivienda	4,7	2,8	1.890
Fedesarrollo	5,0	3,4	1.777
Promedio	4,8	3,3	1.806
Analistas externos			
Citi	4,4	3,6	1.900
Deutsche Bank	4,5	3,5	1.780
Goldman Sachs	4,6	3,2	1.850
JP Morgan	4,1	4,0	1.900
Promedio	4,4	3,6	1.858

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

entidades extranjeras consultadas estiman un aumento promedio del PIB de 4,4%.

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales prevén un incremento de 2,7% en los precios al finalizar el año, mientras que los extranjeros esperan 2,9% en promedio. Estos valores se encuentran dentro del rango meta fijado por la JDBR para 2010 (entre 2,0% y 4,0%), y han venido presentando una reducción considerable en el transcurso del año.

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la TRM finalice el año en un valor promedio de \$1.824 frente a \$1.892 prevista en la encuesta realizada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a \$1.804 para el cierre de año.

Para la DTF los analistas locales proyectan valores de 3,4%. Adicionalmente, los analistas nacionales consultados esperan que la tasa de desempleo se ubique en 11,8%.

2. Proyecciones para 2011

Para 2011 los analistas nacionales prevén un crecimiento de 4,8%, frente a 4,4% estimado por los analistas extranjeros. Con respecto a la inflación, los analistas locales y los extranjeros proyectan una inflación de 3,3% y 3,6%, respectivamente. En cuanto al tipo de cambio las entidades nacionales y externas esperan valores promedio del tipo de cambio de \$1.806 y \$1.858, en su orden.

Este informe fue coordinado, editado y diagramado por la Sección de Publicaciones del Departamento de Educación Económica y Financiera con caracteres Times New Roman de 10,5 puntos. La coordinación de su impresión fue realizada por el Departamento de Gestión Documental, Banco de la República.

Impreso por Editora Géminis Ltda.

Noviembre de 2010