



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Diciembre de 2009



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Diciembre de 2009*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,
para su reunión del 29 de enero 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 JDDBR 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 JDDBR 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 JDDBR, 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 JDDBR y de la Gerencia Técnica del Banco acerca de la evolución reciente y esperada de la inflación y de los factores que la determinan a corto y a mediano plazos; ii) explicar las implicaciones de los anteriores factores para el manejo de la política monetaria dentro del esquema de meta de inflación; iii) explicar el contexto y el análisis que sustentaron las decisiones de la política monetaria durante el trimestre, y iv) proveer información que contribuya a la formación de expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y del crecimiento del producto.

CONTENIDO

Evolución de la situación inflacionaria y decisiones de política monetaria	9
I. La inflación y sus determinantes	15
A. Desarrollos recientes de la inflación	15
B. Determinantes de la inflación	20
Recuadro 1: Perspectivas del mercado laboral según la ley de Okun en Colombia	37
II. Mercados financieros	39
A. Mercados externos	39
B. Mercados financieros internos	45
III. Perspectivas macroeconómicas	56
A. Contexto externo	56
B. Balanza de pagos	62
C. Crecimiento interno para 2010	63
D. Perspectivas de la inflación	66
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	73

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Inflación anual al consumidor	15
Gráfico 2	Indicadores de inflación básica anual	17
Gráfico 3	Rubros con variaciones mensuales negativas en el IPC	18
Gráfico 4	Inflación anual de regulados y por componentes	18
Gráfico 5	Inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados	19
Gráfico 6	Inflación anual de transables y no transables sin alimentos ni regulados	19
Gráfico 7	Inflación anual de alimentos	20
Gráfico 8	Inflación anual de alimentos, por componentes	20
Gráfico 9	Crecimiento real del PIB	21
Gráfico 10	PIB de los sectores transable y no transable	25
Gráfico 11	Índice de producción industrial sin trilla de café	25
Gráfico 12	Demanda de energía y su tendencia	25
Gráfico 13	Consumo de los hogares e indicador de Fedesarrollo	26
Gráfico 14	Comercio al por menor sin combustibles	26
Gráfico 15	Consumo interno de los hogares y MMCM	26
Gráfico 16	Inversión diferente de construcción y obras civiles frente a importación de bienes de capital	27
Gráfico 17	Índices de salarios sectoriales nominales: industria y comercio	28
Gráfico 18	Índices de salarios sectoriales nominales: construcción pesada y vivienda	28
Gráfico 19	Ocupados (total nacional, trimestre móvil desestacionalizado)	29
Gráfico 20	Ocupados (13 áreas, trimestre móvil desestacionalizado)	29
Gráfico 21	Ocupados por tipo de empleo	29
Gráfico 22	Variación anual de ocupados	29
Gráfico 23	Salario mínimo real y empleo asalariado de baja calificación	30
Gráfico 24	PIB urbano y empleo en la industria y el comercio	30
Gráfico 25	Costo laboral unitario (CLU) real en la industria	30
Gráfico 26	Promedio de horas trabajadas la última semana	31
Gráfico 27	Variación anual de la tasa global de participación (TGP) y de la tasa de ocupación (TO)	31
Gráfico 28	Tasa de desempleo (trimestre móvil desestacionalizado)	31
Gráfico 29	IPP total	32
Gráfico 30	IPP por procedencia	33
Gráfico 31	IPP de producidos y consumidos por ramas	33
Gráfico 32	Índices de los costos no salariales a partir de la SAM	33
Gráfico 33	Utilización de la capacidad instalada	34
Gráfico 34	Crecimiento del PIB observado y del PIB potencial	34
Gráfico 35	Brecha del producto	34
Gráfico 36	Inflación observada y expectativas de inflación (a tres, seis, nueve y doce meses)	35
Gráfico 37	Porcentaje de credibilidad en la meta de inflación 2003 a 2010	35
Gráfico 38	Pronóstico de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	35
Gráfico 39	Pronóstico de inflación sin alimentos, según bancos y comisionistas de bolsa	36
Gráfico 40	Indicadores de expectativas de inflación implícitas en el mercado de TES	36
Gráfico 41	Índices de acciones de algunas economías desarrolladas	40

Gráfico 42	Activos totales de los bancos centrales	40
Gráfico 43	Probabilidades implícitas de los mercados de futuros para la tasa de la Fed	41
Gráfico 44	Cartera hipotecaria vencida en los Estados Unidos	42
Gráfico 45	Crédito real de consumo total en economías desarrolladas	42
Gráfico 46	SalDOS de papeles comerciales en circulación en los Estados Unidos por tipo de emisor	42
Gráfico 47	<i>Spread</i> de los títulos de deuda pública a 2 y 10 años	43
Gráfico 48	<i>Credit default swaps</i> (CDS) de algunas economías desarrolladas	43
Gráfico 49	Diferencial de la deuda soberana de diez años con Alemania	43
Gráfico 50	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a cinco años de países de Europa occidental	44
Gráfico 51	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a cinco años en Latinoamérica	44
Gráfico 52	Índices accionarios, Latinoamérica	44
Gráfico 53	Índices accionarios, Asia	45
Gráfico 54	Crédito total en China	45
Gráfico 55	Índice de tasas de cambio en América Latina	45
Gráfico 56	Base monetaria por usos	48
Gráfico 57	M3, total depósitos (PSE) y efectivo datos semanales	48
Gráfico 58	M3 a PIB: 1989 a 2009	48
Gráfico 59	Cartera bruta con <i>leasing</i> en moneda legal	49
Gráfico 60	Cartera comercial en moneda legal más deuda corporativa	49
Gráfico 61	Agregado de la cartera en m/e y endeudamiento del sector privado no financiero	50
Gráfico 62	Cartera total con bonos/PIB	50
Gráfico 63	Si en la actualidad su entidad financiera contara con excesos de recursos, ¿cuáles serían los usos más probables de éstos?	51
Gráfico 64	Percepción actual de la disponibilidad de crédito	51
Gráfico 65	Desembolsos crédito comercial M/N, variación anual de promedio semanal de orden 4	52
Gráfico 66	Desembolsos de crédito para hogares M/N, variación anual de promedio semanal de orden 4	52
Gráfico 67	A. Cartera vencida B. Riesgo de cartera	52
Gráfico 68	Tasa de política, IBR y TIB	52
Gráfico 69	Tasas reales activa y DTF	53
Gráfico 70	Tasas de interés TES cero cupón	54
Gráfico 71	Exportaciones totales en dólares, economías desarrolladas	56
Gráfico 72	Producción industrial, economías desarrolladas	57
Gráfico 73	PIB de economías desarrolladas segundo, tercer y cuarto trimestres de 2009	57
Gráfico 74	Cambio en inventarios en los Estados Unidos	58
Gráfico 75	Nuevas órdenes de pedidos de las empresas	58
Gráfico 76	Tasa de desempleo en algunas economías desarrolladas	59
Gráfico 77	Inflación total de algunas economías desarrolladas	59
Gráfico 78	PIB de China	59
Gráfico 79	Producción industrial en Latinoamérica	59
Gráfico 80	Imaco (líder 5 meses del PIB) y crecimiento acumulado 4 trimestres del PIB	66
Gráfico 81	Pronósticos de crecimiento del PIB para 2009-2010	66
Gráfico 82	Episodios de El Niño y precio relativo de los alimentos deflactado por IPC total sin alimentos	67

Gráfico 83	<i>Fan chart</i> de la inflación total	71
Gráfico 84	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	71

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Descomposición de la inflación según presiones alcistas a diciembre de 2009	17
Cuadro 2	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	22
Cuadro 3	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	24
Cuadro 4	Tasas de referencia de los bancos centrales	41
Cuadro 5	Fuentes de la base monetaria	47
Cuadro 6	Tasas de interés nominales	53
Cuadro 7	Evolución de los pronósticos de crecimiento real de nuestros socios comerciales	60
Cuadro 8	Precios internacionales	61

EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En el pasado trimestre la inflación continuó con su tendencia decreciente registrada a lo largo de 2009, culminando el año en 2%, cifra inferior al intervalo objetivo establecido para el mismo año (4,5% a 5,5%) e igual al límite inferior del rango meta de inflación de largo plazo (2%-4%). En dicho trimestre se presentó una proporción históricamente alta de sectores del índice de precios al consumidor (IPC) con inflaciones mensuales negativas, tanto en el grupo de alimentos como en el rubro que los excluye.

La desaceleración de la inflación anual (-120 puntos básicos [pb]) del pasado trimestre se explicó en un 62% por el menor ritmo de ajuste del IPC de alimentos, grupo de gasto que terminó con una variación anual negativa (-0,3%). El descenso en la variación anual en este grupo fue generalizado, siendo los alimentos no perecederos, junto con la carne de res y sus sustitutos, los que más contribuyeron a dicha tendencia. Los alimentos perecederos también redujeron su costo, pero a un ritmo más lento que el observado a inicios de año.

El IPC sin alimentos (2,9%), al igual que los otros indicadores de inflación básica que calcula tradicionalmente el Banco, registraron también una desaceleración importante en el pasado trimestre, y todos ellos se situaron dentro del rango meta de inflación de largo plazo. Las expectativas de inflación a diferentes plazos, reflejadas en las encuestas o las que resultan de los papeles de deuda pública (TES), presentaron un comportamiento similar. A un año dichas expectativas de inflación son inferiores a 4%. Las de 5 y 10 años, que a diciembre pasado se encontraban dentro del rango meta de largo plazo, se incrementaron en enero, ubicándose entre 4,0%-4,5%.

Las cifras de actividad económica reflejaron la ausencia de presiones inflacionarias de demanda. Los niveles del PIB aumentaron en cada uno de los tres primeros trimestres del año pero en el tercero fue menor que el proyectado en informes anteriores. El consumo presentó un crecimiento anual positivo, impulsado exclusivamente por el gasto público. Los hogares no aumentaron su consumo en términos anuales. La inversión tuvo un comportamiento precario y cayó frente al nivel

observado en el mismo período de 2008. Esta caída de la inversión no fue mayor gracias al fuerte incremento de las obras civiles. Las exportaciones e importaciones continuaron con su desaceleración.

Para el último trimestre de 2009 los indicadores de oferta y demanda disponibles mostraban que la economía continuaba con una tendencia de recuperación lenta. Gran parte de ellos exhibieron una expansión en términos de crecimiento trimestral y anual, esto último explicado en varios casos por el bajo nivel de actividad registrado un año atrás. Así, es muy probable que en el cuarto trimestre de 2009 se reporte un crecimiento económico anual positivo, y que para todo el año la variación anual del PIB se sitúe alrededor de 0%.

La lenta recuperación de la demanda agregada estuvo acompañada de una baja utilización de la capacidad productiva del país, hechos que contribuyeron conjuntamente a la reducción de la inflación en 2009. En el pasado trimestre los indicadores de uso de la capacidad instalada de la industria publicados por Fedesarrollo y la ANDI mostraron niveles similares a los registrados a comienzos de la década, y muy inferiores a sus máximos, observados entre 2006 y 2007. Factores como la reducción en las demandas interna y externa, así como las restricciones de comercio con Venezuela, contribuyeron a este resultado. En este sentido, a pesar de que en 2010 se espera una recuperación en los niveles de producción de la industria, los excesos de capacidad instalada de las empresas pueden inducir estabilidad de precios o bajos incrementos de los mismos.

Las encuestas de opinión aplicadas a consumidores, empresarios y comerciantes siguieron reflejando importantes aumentos de las expectativas de actividad económica a diferentes horizontes de tiempo, lo que sugiere que la expansión podría continuar en 2010. De la misma forma, los modelos utilizados por el equipo técnico del Banco proyectan que el crecimiento económico en 2010 se ubique entre 2% y 4%, siendo más probable que se sitúe en la mitad inferior del intervalo.

En el mercado laboral la oferta de trabajo continuó expandiéndose con mayor dinamismo que la demanda por empleo, hecho que se ha reflejado en un aumento continuo de la tasa de desempleo. En el trimestre móvil terminado en noviembre de 2009 el empleo siguió aumentando, e incluso se aceleró, pero al tiempo se presentó una mayor cantidad de personas buscando trabajo. Esto terminó generando un incremento en la tasa de desempleo de las trece principales ciudades, en niveles similares a los reportados a mediados de 2006, y superiores en más de dos puntos porcentuales que el mínimo registro de la década, presentado en 2007. Para 2010 es probable que el mercado laboral siga holgado y que las presiones sobre salarios sean bajas.

La cartera bruta más *leasing*, que desde inicios de 2007 venía desacelerando su crecimiento anual, a finales de 2009 y comienzos de 2010 dio señales de estabilización. En diciembre y las dos primeras semanas de enero, al restarle el componente estacional a las cifras de cartera, la hipotecaria siguió registrando aumentos importantes y la de consumo mostró signos de recuperación. La cartera comercial fue la modalidad que presentó la mayor desaceleración en 2009, en parte, explicada

por la fuerte emisión de títulos de las grandes empresas. Con cifras a diciembre y en términos reales, con excepción de la hipotecaria, todas las modalidades crecieron a tasas positivas, que se pueden calificar como bajas. De todos modos, como proporción del PIB, la cartera bruta total (más bonos corporativos) se encuentra en el máximo nivel de la década. Adicionalmente, los indicadores de riesgo de la cartera total también se estabilizaron: en particular la calidad de la de consumo y la hipotecaria mejoraron, mientras que la comercial se deterioró levemente.

La transmisión de la tasa de interés de política del Banco de la República hacia las tasas de interés del mercado se sigue dando. Las cifras de la primera quincena de enero mostraron que las tasas de interés pasivas y las de créditos a los hogares y a las empresas volvieron a reducirse, aunque a un menor ritmo que el observado en diciembre pasado. Así, se espera que el actual nivel de la tasa de referencia continúe estimulando el crecimiento económico en un ambiente caracterizado por un sistema financiero saludable.

En el contexto externo durante el cuarto trimestre de 2009 la actividad económica mundial continuó recuperándose, en especial por los estímulos monetarios y fiscales dados por los países desarrollados y gracias al impulso observado en países asiáticos como China e India. Esta recuperación se ha visto reflejada en un mejor comportamiento del comercio mundial y en precios internacionales de los productos básicos que se encuentran por encima de su media histórica. De esta forma, es probable que en 2010 el contexto externo para Colombia, excluyendo al mercado venezolano, sea más favorable que el observado en 2009, como resultado de: I) una reactivación de la demanda externa; II) precios internacionales de nuestros productos básicos en niveles superiores al promedio histórico, y III) una tasa de interés internacional en niveles bajos que aminoran los costos de financiación del comercio internacional.

En cuanto a las exportaciones hacia Venezuela, de continuar las restricciones al comercio es factible que en 2010 éstas se sitúen en sus mínimos históricos. El impacto de este choque sobre la actividad económica dependerá de la capacidad del sector exportador colombiano de encontrar nuevos mercados, de la competitividad internacional de sus productos, así como de la recuperación de la demanda externa mundial. Mientras tanto, la mayor oferta interna de estos bienes contribuirá a mantener sus precios en niveles estables o con bajos incrementos.

Finalmente, los modelos del equipo técnico del Banco, actualizados con los principales determinantes de oferta y demanda de la inflación, sugieren que la variación anual del IPC podría incrementarse en el primer semestre de 2010, pero volvería a desacelerarse hacia finales de año, ubicándose en el rango meta de largo plazo. Lo anterior como consecuencia del efecto que tendría sobre los precios el actual fenómeno de El Niño. Como lo muestran los registros históricos, cuando este fenómeno no está acompañado de presiones de demanda, ni aumentos abruptos en los precios internacionales o en la cotización del dólar, dicho efecto sobre los precios es transitorio, por lo que tiende generalmente a revertirse en el último trimestre del año.

El anterior panorama macroeconómico sirvió de base para la toma de decisiones de la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) entre noviembre de 2009 y enero de 2010.

El 23 de noviembre la JDBR decidió por mayoría reducir en 50 pb su tasa de interés de intervención y fijarla en 3,50%. Los principales hechos que motivaron esta disminución fueron: I) una inflación anual que se reducía más rápido que lo esperado y con expectativas que se situaban dentro del rango meta de inflación de largo plazo; II) un crecimiento de la economía más lento que lo estimado, junto con una cartera que se seguía desacelerando, y III) una caída del comercio con Venezuela y un PIB para dicho país que se proyectaba en descenso tanto en 2009 como en 2010. De esta forma, la reducción de 50 pb de la tasa de intervención buscó afianzar la recuperación de la economía y reducir los efectos negativos de la caída del comercio con Venezuela.

En diciembre pasado y enero del presente año la JDBR volvió a analizar la situación internacional, así como el comportamiento y proyecciones de la inflación y el crecimiento, con lo cual decidió mantener inalterada la tasa de interés de referencia. La JDBR seguirá haciendo un cuidadoso monitoreo de estas variables 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

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Rocío Betancourt, Luis Hernán Calderón y Daira Garrido, jefa y profesionales expertos de la Sección de Programación Macroeconómica, respectivamente; Ricardo Bernal, profesional líder en asuntos especiales del Departamento de Programación e Inflación, y Eliana González, profesional experta del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Enrique López E., investigador principal de la Unidad de Investigaciones, Teana Zapata y Óscar Soler, estudiantes en práctica.

I. LA INFLACIÓN Y SUS DETERMINANTES

La inflación al consumidor descendió de 7,7% en 2008 a 2,0% en 2009.

Esto se explica en mayor parte por la contracción en los precios de los alimentos y, en menor medida, por el IPC sin alimentos, en particular por la desaceleración de la inflación de los regulados.

Todos los indicadores de inflación básica desaceleraron la inflación el año pasado. El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica terminó en 2009 en 3,1%, muy cerca del centro de la meta de inflación de largo plazo (2%-4%).

La recuperación de la actividad económica hacia finales de 2009 estuvo ligada a una reactivación de la demanda interna y a un menor impacto de la crisis externa. La caída de las ventas a Venezuela impidió que dicho panorama se tradujera en un mejor desempeño de la economía.

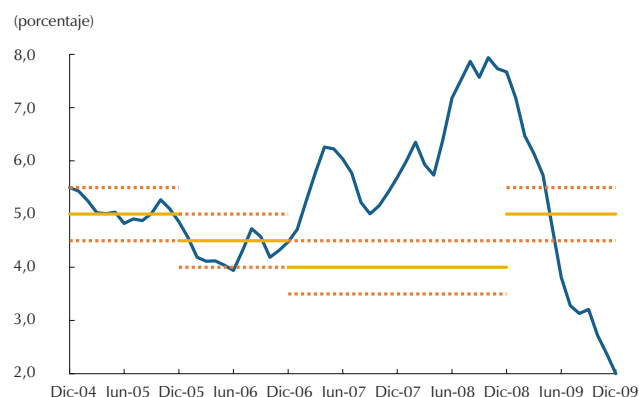
A. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

Durante 2009 la inflación anual al consumidor en Colombia se redujo ampliamente y mucho más que lo esperado. Esto se dio sin interrupciones, salvo en el

mes de septiembre, y se presentó en todas las principales subcanastas en que se descompone el índice de precios al consumidor (IPC). El resultado para diciembre de 2009 fue de 2%, por debajo de lo que se había previsto en el informe pasado y menor que el piso del rango meta establecido para 2009 (entre 4,5% y 5,5%) (Gráfico 1).

Durante la segunda mitad del año la inflación anual se mantuvo en la meta de largo plazo determinada por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) desde hace varios años (2% y 4%). Cabe señalar que dicho rango operará como meta oficial para 2010 según el anuncio hecho por la JDBR en octubre pasado.

Gráfico 1
Inflación anual al consumidor



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Durante la segunda mitad del año la inflación anual se mantuvo en la meta de largo plazo determinada por la Junta Directiva del Banco de la República desde hace varios años (2% y 4%).

El nivel de la inflación al consumidor alcanzado en diciembre de 2009 es el más bajo desde 1951, cuando fue 1,4%. Este excelente comportamiento se explica tanto por factores externos como internos. Algunos de ellos pueden ser interpretados, además, unos como choques de oferta y otros como choques de demanda.

Dentro de los eventos externos que favorecieron la desinflación en Colombia sobresale la recesión mundial, que implicó un debilitamiento de la demanda por petróleo y otros productos básicos, con la consiguiente caída en sus precios internacionales. A lo anterior se sumaron las restricciones impuestas a las exportaciones colombianas hacia Venezuela, especialmente en el segundo semestre del año, que condujeron a excesos de oferta en varios productos agropecuarios en el mercado local, los cuales provocaron descensos en los precios internos.

Internamente, la debilidad de la demanda debido al impacto de la crisis externa también frenó los reajustes en los precios de los alimentos y de otros muchos bienes y servicios. Así mismo, la apreciación del peso a partir de abril se trasladó a los precios de los bienes importados y de sus sustitutos cercanos. Una amplia oferta agrícola también contribuyó al descenso de precios de alimentos perecederos, principalmente a partir de junio. Por último, la política monetaria de la primera mitad de 2008 incentivó la reducción de las expectativas de inflación y contribuyó a contraer los ajustes de precios de algunos bienes y servicios no transables como los arriendos.

En 2009 el descenso de la inflación se concentró en los precios de los alimentos y de los regulados, con lo que se revirtió buena parte del choque alcista de 2007 y 2008. Un hecho diciente al respecto es que mientras en 2008 el 99% del aumento de la inflación anual al consumidor fue ocasionado por estos dos grupos, en 2009 un 90% de estos mismos explicaron su descenso (véase el Cuadro 1 y el *Informe sobre Inflación* de diciembre de 2008, p. 18).

1. Inflación básica

En 2009 el descenso de la inflación se concentró en los precios de los alimentos y de los regulados, con lo que se revirtió buena parte del choque alcista de 2007 y 2008.

Aunque buena parte del descenso de la inflación en 2009 se concentró en los precios de los alimentos y combustibles, el resto de rubros también contribuyeron de una manera importante, tal como lo demuestra el comportamiento de la inflación básica. El promedio de los cuatro indicadores de inflación básica utilizados regularmente por el Emisor cayó de forma gradual desde finales de 2008. Así, mientras que en diciembre de ese año este promedio se situaba en 5,6%, en junio de 2009 estaba en 4,6%, en septiembre en 4,0% y a finales de año terminó en 3,1%, es decir, por debajo del rango meta para este año y en el punto medio de la meta de largo plazo (2%-4%).

Todos los indicadores de inflación básica contribuyeron a la desaceleración de la inflación del año pasado, terminaron por debajo de la meta de inflación de 2009 y se situaron dentro del rango meta de largo plazo. El indicador que más decreció fue el núcleo 20, al pasar de 7,3% en diciembre de 2008 a 4,6% en septiembre y

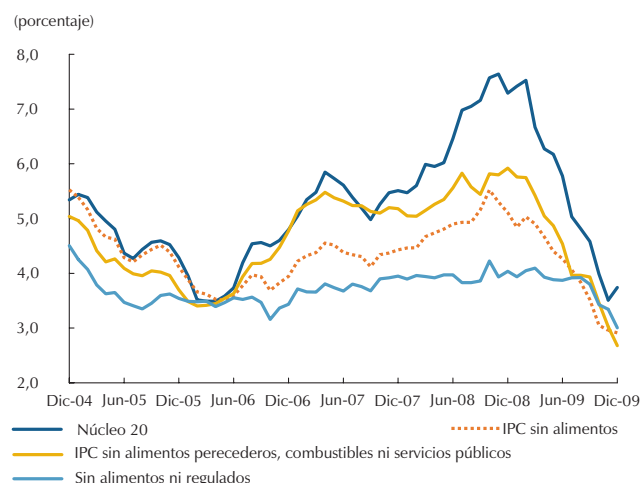
Cuadro 1
Descomposición de la inflación según presiones alcistas a diciembre de 2009

Descripción	Ponderación	Crecimiento anual					Participación porcentual en la desaceleración del IV trimestre	Participación porcentual en la desaceleración año completo
		Dic-08	Mar-09	Jun-09	Sep-09	Dic-09		
Inflación								
Total	100,00	7,67	6,14	3,81	3,21	2,00	100,00	100,00
Sin alimentos	71,79	5,11	4,90	4,27	3,52	2,91	37,76	29,29
Transables	26,00	2,37	2,45	2,78	2,68	1,36	29,88	4,91
No transables	30,52	5,24	5,36	4,73	4,76	4,41	9,30	4,77
Regulados	15,26	9,45	8,11	5,85	2,47	2,58	(1,42)	19,61
Alimentos	28,21	13,17	8,67	2,81	2,23	(0,31)	62,24	70,71
Hortalizas, frutas, tubérculos y leche	5,12	21,94	12,28	(3,68)	(3,40)	(4,24)	3,40	24,72
Cereales, aceites y otros	8,03	19,02	12,89	5,29	0,91	(5,27)	38,99	35,94
Comidas fuera del hogar y otros	11,59	7,27	6,71	5,99	5,74	5,02	6,57	4,81
Carne de res y sustitutos	3,47	6,45	4,17	4,56	3,11	(1,76)	13,28	5,25

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

3,7% en diciembre pasados. A pesar de lo anterior, el núcleo 20 terminó con el mayor registro de los indicadores que capturan la inflación básica. Además, éste ha estado altamente sesgado al alza, dado el comportamiento de algunos rubros que tienen mucha inercia inflacionaria (como comidas fuera del hogar, servicios médicos y educación).

Gráfico 2
Indicadores de inflación básica anual



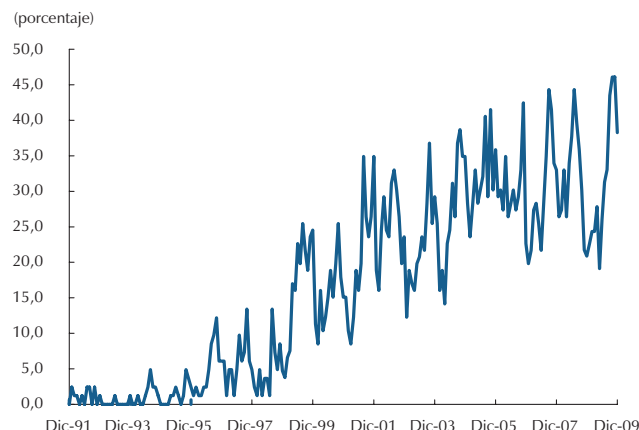
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Por su parte, el IPC sin alimentos cerró el año en 2,9%, es decir, 219 y 61 puntos básicos (pb) por debajo de los registros de diciembre de 2008 y septiembre de 2009, respectivamente. Una reducción similar se presentó en el IPC sin alimentos perecederos, combustibles ni servicios públicos, el cual alcanzó una variación anual de 2,7% a diciembre. Las menores caídas se observaron en el IPC sin alimentos ni regulados, cuya variación anual fluctuó alrededor de 4% durante los primeros tres trimestres del año y solo presentó reducciones en el cuarto trimestre hasta un nivel de 3,0% en diciembre. Dicha variación anual es la menor desde cuando se dispone de información para el indicador (1983) (Gráfico 2).

Un fenómeno que vale la pena destacar es cuanto al comportamiento de los precios sin alimentos en 2009 es la mayor flexibilidad a la baja que estos exhibie-

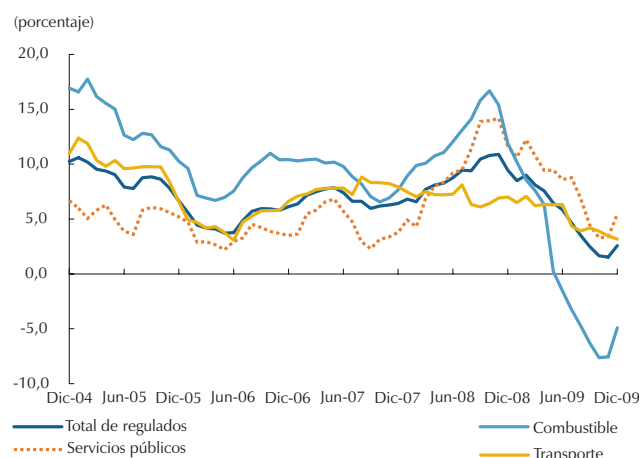
ron. Como se observa en el Gráfico 3, más del 45% de los rubros del IPC sin alimentos presentaron reducciones mensuales en sus precios entre el tercero y el cuarto trimestres. Salvo en dos oportunidades (2007 y 2008), nunca antes un número tan grande de rubros había mostrado reducciones simultáneas de precios.

Gráfico 3
Rubros con variaciones mensuales negativas en el IPC



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4
Inflación anual de regulados y por componentes



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Descomponiendo la inflación básica —en particular el IPC sin alimentos— entre las canastas usuales se observa que los decrecimientos más pronunciados a lo largo del año se presentaron en la variación anual del IPC de regulados (que incluye gasolina, servicios públicos y transporte público). Esto obedece a la influencia que en dicho indicador ejercieron los precios de los combustibles y la energía, los cuales reversaron sus aumentos de 2007 y 2008 durante 2009, a tono con las caídas de las cotizaciones internacionales y con la moderada depreciación del peso. El grueso del descenso se concentró entre marzo y septiembre, ya que para el cuarto trimestre se presentó una ligera alza, en parte, como resultado de una base de comparación muy baja un año atrás a raíz de las caídas de precios en diciembre de ese año (en gas domiciliario, principalmente) (Gráfico 4).

Debido a la contracción en el precio internacional de los combustibles, el precio interno de la gasolina disminuyó durante el primer semestre y se mantuvo relativamente estable durante el segundo. Esto, a su vez, moderó el alza en los precios del transporte público, y en el caso de Bogotá, incluso contribuyó a posponer las alzas usuales de cada año hasta comienzos de 2010, según lo anunciado por el gobierno local. Por otro lado, la baja inflación de 2009 permitió que los componentes de la tarifas de servicios públicos (energía y acueducto) atados a la inflación presentaran ajustes reducidos.

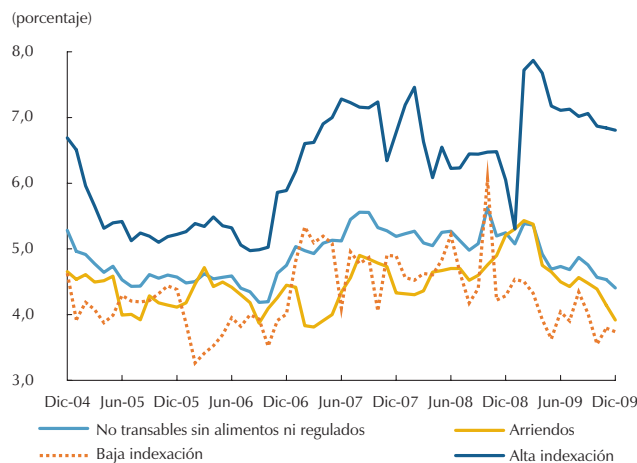
Además de los regulados, los no transables y los transables sin alimentos ni regulados también contribuyeron a reducir la inflación de 2009, aunque en una magnitud pequeña. En el caso del IPC de no transables sin alimentos ni regulados su variación anual pasó de 5,3% en diciembre de 2008 a 4,8% en septiembre de 2009 y a 4,4% en diciembre. Dicho nivel es el más bajo registrado para esta canasta desde mediados de 2006, cuando la inflación tomaba una senda ascendente, en parte, impulsada por la fortaleza de la demanda.

La reducción en no transables durante 2009 se concentró en servicios personales que usualmente son ofrecidos por pequeñas empresas y cuyos precios no están indexados por ley. En arriendos también se presentó un descenso (de 5,2% en diciembre

de 2008 a 4,5% en septiembre de 2009 y a 3,9% en diciembre), aunque en este caso aplican reglas de indexación. Por el contrario, en servicios de salud y educación, entre otros, cuyos precios suelen ser más controlados y dependen de incrementos fijados por la ley, la variación anual se mantuvo alta y tendió a aumentar a lo largo del año, terminando en 6,8%. Estos precios se ajustan a comienzos de año y, dada la baja inflación de finales de 2009, hacia el primer trimestre de 2010 debería observarse una caída en su variación anual (Gráfico 5).

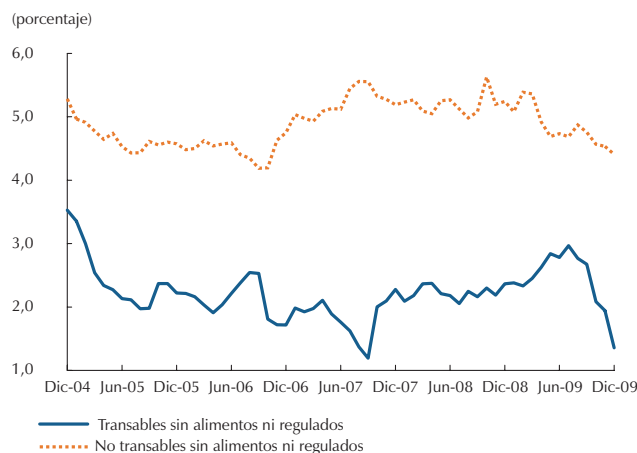
Hacia finales de año algunos de los cambios anuales más altos los exhibían el aseguramiento privado y pagos complementarios (con 8,8%) y la matrícula universitaria (con 7,9%). Durante el cuarto trimestre, en particular, la reducción en la variación anual se aceleró y se presentó en un mayor número de ítems frente a trimestres anteriores, lo que podría sugerir que la aún débil demanda, junto con la reducción de las expectativas de inflación (como se documenta más adelante), contribuyeron a moderar las alzas de fin de año.

Gráfico 5
Inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 6
Inflación anual de transables y no transables sin alimentos ni regulados



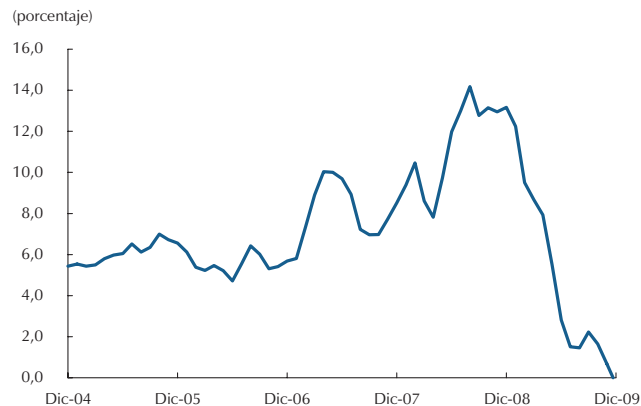
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Con respecto al IPC de transables sin alimentos ni regulados, su crecimiento anual pasó de 2,4% en diciembre de 2008 a 2,7% en septiembre y a 1,4% en diciembre de 2009 (Gráfico 6). Durante los tres primeros trimestres de 2009 la variación anual aumentó, lo que pudo estar relacionado con la depreciación del peso hacia finales de 2008 y comienzos de 2009 y su efecto rezagado sobre los precios internos. Para el cuarto trimestre la inflación de transables resultó favorecida por la apreciación observada desde abril y por la mayor disponibilidad interna de vehículos y otros artículos transables como resultado de las restricciones impuestas por el gobierno de Venezuela a las importaciones colombianas. Así, los rubros transables que más presiones bajistas ejercieron en los últimos meses fueron vehículos, servicios de telefonía, algunas medicinas y algunos artículos de aseo personal.

2. Inflación de alimentos

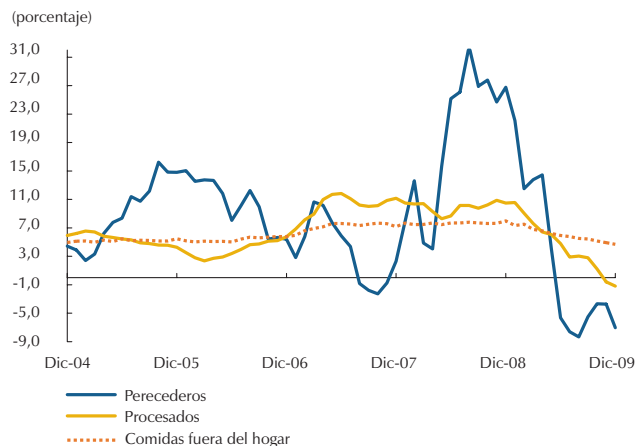
La variación anual de alimentos presentó una fuerte caída durante el primer semestre de 2009 y para la segunda mitad continuó reduciéndose de manera continua, aunque a un ritmo menor, situándose en terreno negativo (-0,3%, frente a 13,2% en diciembre de 2008) (Gráfico 7). Esta tendencia tan prolongada de caídas no fue anticipada en los informes anteriores, donde se esperaba un repunte entre el tercero y cuarto trimestres. La reducción de la variación anual fue el resulta-

Gráfico 7
Inflación anual de alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 8
Inflación anual de alimentos, por componentes



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La variación anual de alimentos presentó una fuerte caída durante el primer semestre de 2009 y para la segunda mitad continuó reduciéndose de manera continua, aunque a un ritmo menor, situándose en terreno negativo.

do de variaciones mensuales negativas y, por ende, de caídas en el nivel absoluto del IPC de alimentos desde marzo hasta junio, algo que se había observado pocas veces en las últimas cinco décadas en Colombia.

Tanto los alimentos perecederos como los procesados, y en menor medida las comidas fuera del hogar, presentaron disminuciones a lo largo del año (Gráfico 8). Como se explicó, esto fue el resultado de la apreciación del peso y de las menores presiones sobre precios internos dadas las caídas en las cotizaciones internacionales de alimentos, de combustibles y de otros costos de producción agrícola registradas desde finales de 2008 y durante buena parte de 2009. Así mismo, aquello fue consecuencia de un importante aumento de la producción agrícola nacional, sobre todo en los cultivos transitorios como el arroz. A lo anterior se sumó la caída en las ventas a Venezuela, especialmente desde mediados de año, las cuales habrían generado un sobreabastecimiento local de productos como la carne, cuyo precio disminuyó cerca de 7% durante el segundo semestre. En conjunto estos eventos compensaron con creces los efectos negativos de la presencia del fenómeno de El Niño y la baja disponibilidad de la papa en el mercado nacional en los últimos meses de 2009.

Durante el cuarto trimestre las caídas de precios de alimentos se moderaron y en algunos casos como la papa se presentaron fuertes alzas (de 25% en los últimos tres meses) que podrían responder al ciclo normal de este

producto, pero también a los efectos que estaría ocasionando el fenómeno de El Niño debido a lluvias por debajo de lo normal para esta época del año. Sin embargo, no todos los alimentos perecederos fueron afectados por las condiciones climáticas adversas, pues hortalizas y frutas siguieron registrando disminuciones en precios. Así mismo, las menores ventas a Venezuela golpearon a la baja los precios de la carne y otros alimentos menos perecederos.

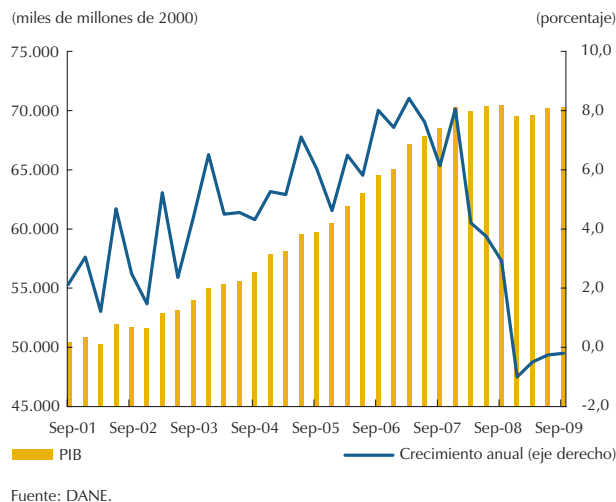
B. DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

1. Demanda agregada en 2009

a. El PIB del tercer trimestre

De acuerdo con las cifras entregadas por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), el producto interno bruto (PIB) registró una caída anual de 0,2% en el tercer trimestre de 2009 y completó un año seguido de varia-

Gráfico 9
Crecimiento real del PIB



ciones anuales negativas. Este resultado, que se ubicó dentro del rango previsto en el pasado *Informe sobre Inflación*, indica que la contracción de la economía en términos anuales se ha venido moderando desde el fuerte retroceso que experimentó en el cuarto trimestre de 2008, cuando el PIB cayó 1,0% (Gráfico 9).

En términos de crecimientos trimestrales, el PIB continuó expandiéndose por tercer período consecutivo, aunque a un ritmo menor que el del segundo trimestre (0,2% en el tercero, contra 0,8% en el segundo). El hecho de que durante todo 2009 la economía no haya dejado de crecer en términos trimestrales implica que durante la crisis internacional sólo hubo una interrupción importante de la expansión de la economía: en el cuarto trimestre de 2008 (Gráfico 9).

Las señales de recuperación durante el tercer trimestre provinieron, sobre todo, de la demanda interna, la cual aumentó frente al segundo trimestre. Esta variable, aunque aún resentida por la caída en la confianza de los agentes en medio de la crisis global, mostró algún repunte por cuenta del consumo y la inversión en obras civiles. Por el contrario, la demanda externa continuó contrayéndose fuertemente pese a los síntomas de recuperación de la economía mundial, lo cual pudo obedecer en parte a la caída de las exportaciones hacia Venezuela como consecuencia de la contracción económica de ese país y de las restricciones comerciales impuestas.

En variaciones anuales, los consumos público y privado contribuyeron positivamente al crecimiento del PIB (Cuadro 2). En el consumo privado, específicamente, el tercer trimestre mostró un nulo crecimiento anual, lo que sin embargo implica un mejoramiento frente a las caídas anuales de los dos trimestres anteriores y en niveles resulta ligeramente superior al del período anterior.

La mejora relativa del consumo de los hogares coincidió con una percepción más positiva sobre la situación económica presente y futura por parte de los consumidores. A ello se sumó la caída de la inflación y la reducción de las tasas de interés por cuenta de una política monetaria holgada, lo cual debió influir positivamente sobre el ingreso disponible de las familias.

En cuanto al consumo del Gobierno, en el tercer trimestre de 2009 registró el mayor crecimiento anual en lo corrido de dicho año (4,7%). De esta forma, al tercer trimestre el consumo público no había presentado caídas durante 2009, lo cual estaría en línea con el plan anticíclico puesto en marcha por el Gobierno.

La contracción del PIB en el tercer trimestre de 2009 estuvo asociada principalmente con la caída en la inversión (10,7%) y especialmente con aquella diferente a obras civiles. Según el DANE, la inversión diferente a obras civiles se redujo fuertemente (16,2%), lo que acentuó su tendencia decreciente y arrastró la inver-

La contracción de la economía en términos anuales se ha venido moderando desde el fuerte retroceso que experimentó en el cuarto trimestre de 2008.

sión total, a pesar del incremento significativo observado en la inversión en obras civiles (41%) (Cuadro 2). La construcción de carreteras, calles, caminos y puentes impulsaron las obras civiles en el tercer trimestre, a diferencia de trimestres anteriores cuando el impulso provino de otro tipo de obras.

Cuadro 2
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2008	2009 Variación anual (%)			Contribución al crecimiento anual del III trim. de 2009
		I trim.	II trim.	III trim.	
Consumo	2,3	(0,4)	0,1	1,0	0,9
Consumo de los hogares	2,5	(0,6)	(0,1)	0,0	0,0
Bienes no durables	1,6	(1,1)	(1,5)	1,7	0,4
Bienes semidurables	1,2	(2,3)	1,3	(1,0)	(0,1)
Servicios	4,1	1,3	1,9	0,1	0,0
Bienes durables	(3,9)	(7,0)	(7,4)	(4,9)	(0,3)
Consumo del Gobierno	1,3	0,3	1,0	4,7	0,9
Formación bruta de capital	7,5	(3,0)	(8,0)	(10,7)	(3,0)
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	4,7	(1,8)	(2,0)	(2,8)	(0,7)
FBCF sin obras civiles	11,1	(5,7)	(14,9)	(16,2)	(3,0)
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	2,2	(0,3)	0,2	5,1	0,0
Maquinaria y equipo	14,2	2,6	(18,5)	(19,9)	(1,9)
Equipo de transporte	(8,7)	(17,5)	(15,8)	(2,0)	(0,0)
Construcción y edificaciones	18,4	(15,0)	(11,1)	(19,2)	(1,1)
Servicios	2,1	2,4	(0,2)	0,5	0,0
FBCF en obras civiles	(11,8)	11,4	40,6	41,0	2,3
Existencias	32,6	(12,6)	(47,8)	(57,2)	(2,3)
Demanda final interna	3,5	(1,0)	(1,9)	(1,9)	(2,1)
Exportaciones	7,2	1,3	(5,9)	(10,0)	(1,8)
Importaciones	9,8	(1,5)	(10,2)	(12,5)	3,7
Producto interno bruto	2,4	(0,5)	(0,3)	(0,2)	(0,2)

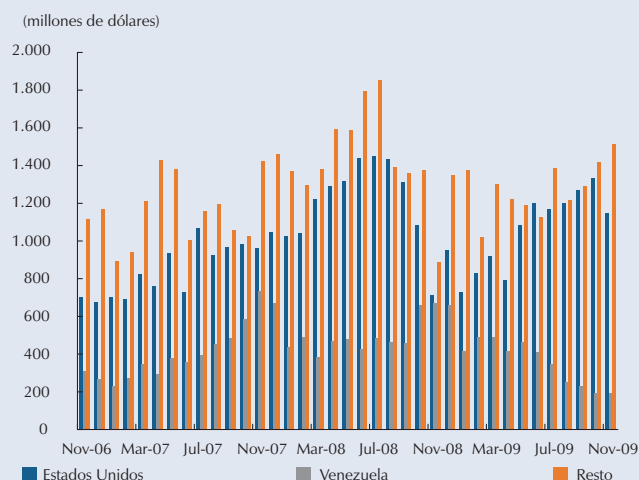
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Con respecto a la demanda externa, las exportaciones sufrieron un fuerte retroceso en términos anuales (10%), en buena parte anticipado en informes anteriores. Su pobre desempeño obedeció a la disminución de las ventas de café por la caída en su producción y al desplome de las exportaciones a Venezuela, principalmente. Adicionalmente, las exportaciones no tradicionales a otros destinos, como los Estados Unidos, también continuaron afectadas como resultado de la débil demanda externa. Sólo las exportaciones de materias primas mantuvieron un ritmo de crecimiento importante en volumen y en pesos reales, aunque en dólares fueron afectadas por los menores precios internacionales de este año frente a 2008 (véase el resultado sobre exportaciones e importaciones p. 23). Por su parte, las importaciones también cayeron fuertemente (12,5%) en el tercer trimestre, manteniendo la tendencia de los tres trimestres anteriores. Entre lo más afectado de este agregado se destaca las compras de productos metalúrgicos y de maquinaria.

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES EN DÓLARES A NOVIEMBRE DE 2009

En noviembre de 2009 las exportaciones totales en dólares crecieron 25,9% con respecto al mismo mes del año anterior, debido principalmente a un aumento en las ventas con destino a los Estados Unidos (61,6%). Dicho comportamiento se presentó, en parte, por un efecto base, dado el bajo nivel alcanzado por las exportaciones un año atrás. Por su parte, en noviembre las exportaciones a Venezuela cayeron 71,5% en términos anuales (Gráfico A).

Gráfico A
Exportaciones totales hacia los Estados Unidos, Venezuela y resto



Fuente: DANE.

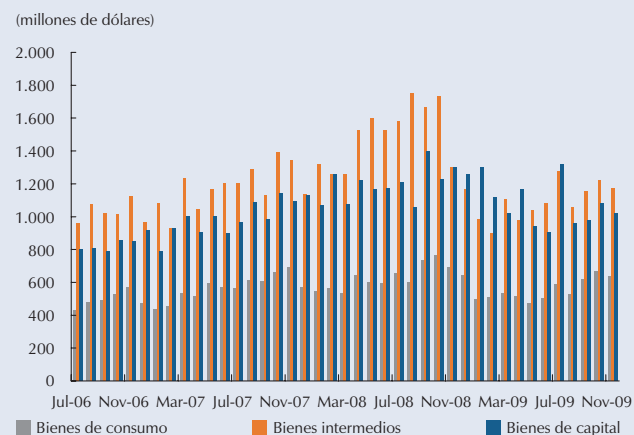
Entre enero y noviembre de 2009 las exportaciones totales en dólares ascendieron a US\$29.660 m, aunque cayeron 14,4% en términos anuales. Pese a ello, estos niveles son un poco superiores a los registrados en igual período de 2007 (US\$26.815 m). En 2009 la reducción fue generalizada en todos los sectores; así, mientras el valor de las exportaciones del sector industrial fue menor en 21% con respecto al registro de un año atrás, las ventas externas del sector minero se redujeron en 7,2% y las del sector agropecuario lo hicieron 1,6%. En volúmenes, sin embargo, sólo el sector industrial exhibió una reducción (-19,4% en términos anuales) durante el mismo lapso de tiempo. Por destino, en lo corrido del

año a noviembre las ventas externas en dólares a Venezuela disminuyeron 28,2%, las dirigidas a Ecuador lo hicieron en -17% y a los Estados Unidos -12,7%.

En cuanto a las importaciones (en términos CIF), en lo corrido de 2009 a noviembre éstas ascendieron a US\$29.836 m, disminuyendo 18,5% con respecto al mismo período del año anterior. La reducción más importante fue registrada por las compras de bienes intermedios (-27,6%), pero también se destaca la caída de las importaciones de bienes de consumo y la de capital, las cuales disminuyeron 12,5% y 10,2%, respectivamente. Así mismo, en volúmenes todas las importaciones exhibieron reducciones, acumulando una caída total de 7,6%.

Por su parte, en noviembre de 2009 el valor total de las compras al exterior fue inferior en 14,2% con respecto al registro del mismo mes del año anterior, principalmente por una disminución de las importaciones de bienes de capital de 21,6% (Gráfico B).

Gráfico B
Importaciones por tipo de bienes



Fuente: DANE.

Dado lo anterior, en noviembre la balanza comercial mensual (FOB) registró un superávit de US\$181 m, y en el año corrido (enero-noviembre) su saldo fue positivo en US\$1.369 m.

Por ramas de actividad económica, la industria manufacturera continuó siendo el sector que más contribuyó negativamente al descenso anual del PIB, al caer 5,8% en términos anuales durante el tercer trimestre (Cuadro 3). A pesar de ello, el nivel del PIB industrial del tercer trimestre fue mayor que el del segundo, lo que indica alguna reactivación del sector.

Cabe señalar que la industria, al estar estrechamente vinculada con el comercio mundial, ha sido la rama más golpeada por el retroceso de los flujos comerciales ocasionado por la crisis

Cuadro 3
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

	2008	2009 (variación porcentual anual)			Contribución al crecimiento anual del III trim. 09
		I trim.	II trim.	III trim.	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,6	(0,2)	(1,5)	2,0	0,2
Explotación de minas y canteras	7,3	10,9	10,2	8,8	0,4
Industria manufacturera	(1,8)	(7,7)	(10,1)	(5,8)	(0,8)
Electricidad, gas y agua	1,2	0,4	(0,1)	1,7	0,0
Construcción	(0,3)	(0,8)	17,1	13,7	0,7
Edificaciones	18,2	(14,2)	(10,1)	(18,6)	(0,4)
Obras civiles	(11,8)	11,3	40,5	41,0	1,1
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	1,7	(2,4)	(3,9)	(4,0)	(0,5)
Transporte, almacenamiento y comunicación	4,0	(1,1)	(1,2)	(2,9)	(0,2)
Estab. finan., segur., inmueb. y serv. a las empresas	5,6	5,1	4,3	1,1	0,2
Servicios sociales, comunales y personales	2,1	0,2	1,6	0,9	0,2
Subtotal valor agregado	2,4	(0,1)	0,2	0,2	0,2
Impuestos menos subsidios	3,2	(4,3)	(5,2)	(4,1)	(0,4)
PIB	2,4	(0,5)	(0,3)	(0,2)	(0,2)

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

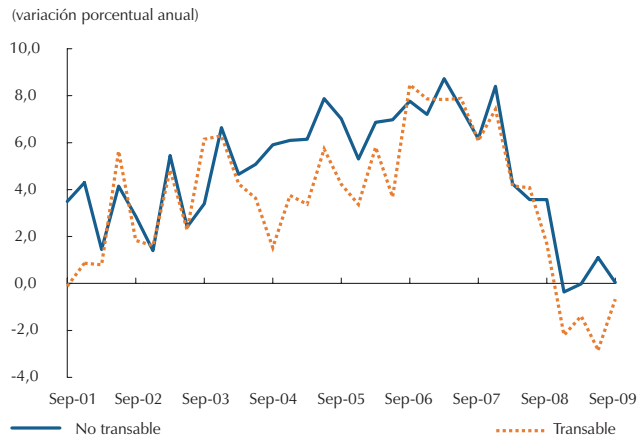
global y por la caída de las exportaciones a Venezuela. Con respecto a estas últimas, sus efectos se habrían empezado a sentir con fuerza durante el tercer trimestre, ocasionando contracciones anuales significativas de la producción de ciertas industrias como hilados, prendas de vestir, cuero, maquinaria y equipo, entre otras.

Junto con industria, los otros sectores que explicaron la caída anual del PIB fueron, en su orden, comercio (cuya variación anual fue -4,0%), construcción de edificaciones (-18,6%) y transporte (-2,9%) (Cuadro 3). En el caso de este último sector la contracción estuvo asociada principalmente con el transporte aéreo de carga, lo cual también estaría vinculado con las restricciones comerciales. Adicionalmente, el recaudo neto real del Gobierno (impuestos menos subsidios) se contrajo 4,1% en términos anuales, lo que acentuó de manera importante el descenso del PIB; ya sin éstos el crecimiento anual del valor agregado fue de 0,2%.

La industria, al estar estrechamente vinculada con el comercio mundial, ha sido la rama más golpeada por el retroceso de los flujos comerciales ocasionado por la crisis global y por la caída de las exportaciones a Venezuela.

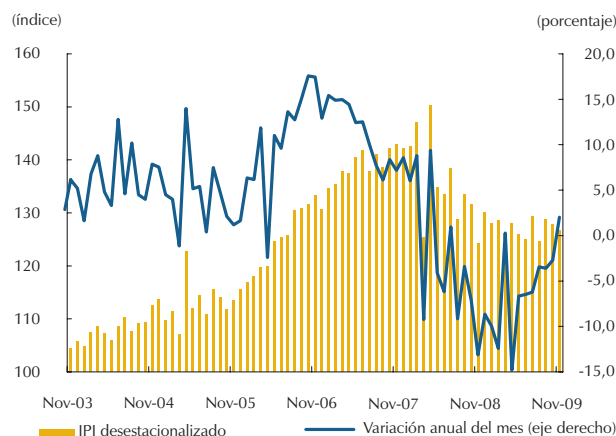
Así las cosas, en el tercer trimestre de 2009 los sectores transables más expuestos a la crisis externa y que incluyen a la industria, siguieron siendo los que, en conjunto, exhibían menor crecimiento (-0,7%). Los sectores no transables no mostraban caídas, aunque su desempeño continuó siendo deficiente (Gráfico 10). En el caso del PIB transable, el sector más dinámico aún es la minería. Adicionalmente, en el tercer trimestre se observó un aumento del PIB de otros productos agrícolas (cultivos transitorios como arroz, tubérculos y caña de azúcar), lo cual contrarrestó la caída en la producción de café (Gráfico 10).

Gráfico 10
PIB de los sectores transable y no transable



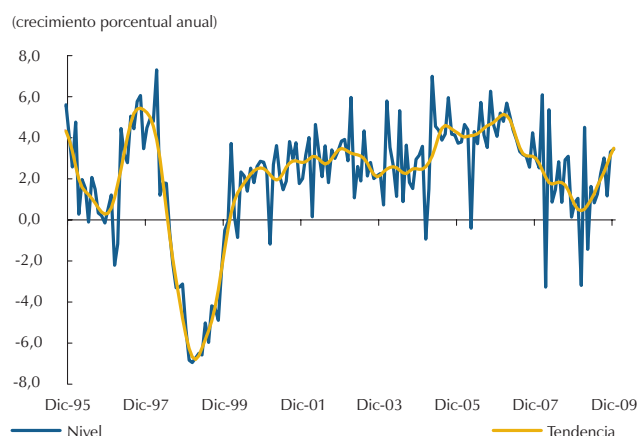
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 11
Índice de producción industrial sin trilla de café
(serie desestacionalizada y crecimiento anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 12
Demanda de energía y su tendencia



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

b. El PIB del cuarto trimestre y de todo 2009

Para el cuarto trimestre de 2009 la mayoría de los indicadores disponibles muestra una expansión de la actividad económica en términos de crecimientos anuales. En particular, en la industria, el índice de producción (IPI) sin trilla de café publicado por el DANE en noviembre registró, el crecimiento anual más importante para un mes desde abril de 2008: 2,0%. Este dato, junto con el de octubre, muestran un nivel de producción que es ligeramente superior al observado en los tres trimestres anteriores una vez se controla por el componente estacional (Gráfico 11). De esta forma, las cifras industriales señalan una ligera tendencia creciente por primera vez desde inicios de 2008.

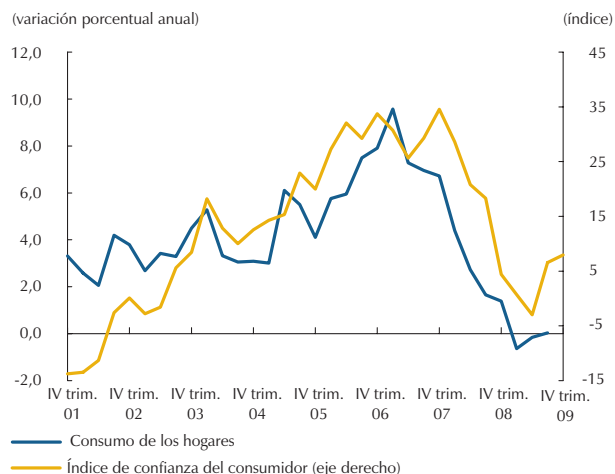
En la industria hay signos de reactivación en cerca de la mitad de las ramas, dentro de las que se encuentran sustancias químicas, muebles, tabaco y productos metálicos. Sin embargo, a noviembre otros renglones como prendas de vestir, papel, derivados del petróleo, vidrio, cemento y aparatos eléctricos, entre otros, siguieron sin mostrar señales de recuperación. Algunas de estas industrias estarían siendo afectadas por las restricciones comerciales de Venezuela.

Otro indicador de oferta ligado con la actividad económica urbana que muestra un repunte para el cuarto trimestre es el de la demanda de energía total (regulada y no regulada). Ésta creció a una tasa anual de 3,4% en diciembre y de 2,6% en todo el último trimestre, siendo el mejor registro para un trimestre desde finales de 2007 (Gráfico 12).

Con relación al consumo privado, los indicadores disponibles sugieren que en el cuarto trimestre este agregado continuó con la recuperación iniciada en el tercero. Así, por ejemplo, el índice de confianza del consumidor de Fedesarrollo (ICC), con datos trimestralizados, aumentó en el cuarto trimestre (Gráfico 13), impulsado por la mejor percepción sobre las condiciones económicas y, en menor medida, por las mejores expectativas de los hogares.

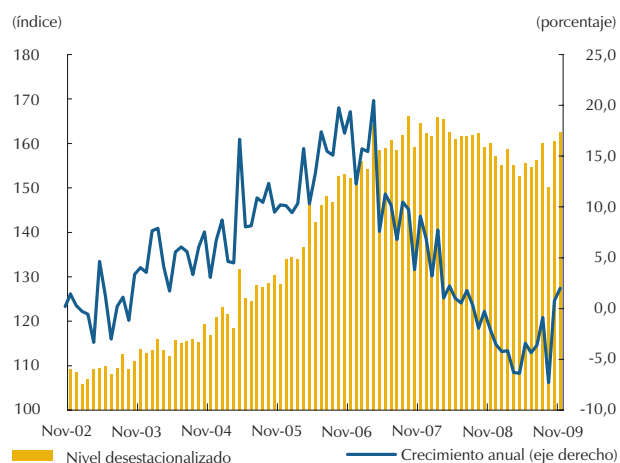
En la misma dirección apuntan las ventas al por menor en noviembre, las cuales crecieron 2% en términos anuales. En niveles, las ventas desestacionalizadas

Gráfico 13
Consumo de los hogares e indicador de Fedesarrollo



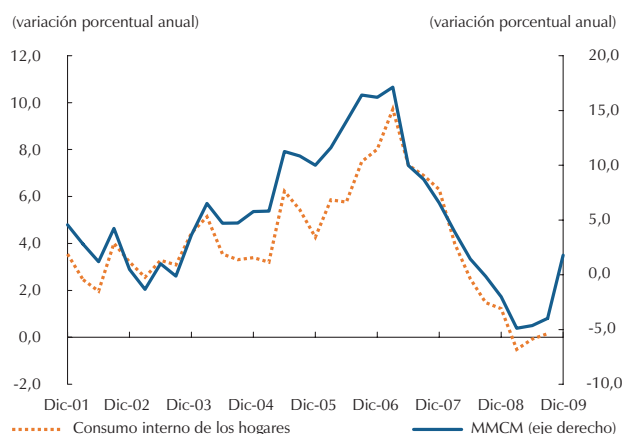
Fuente: Fedesarrollo, DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 14
Comercio al por menor sin combustibles



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 15
Consumo interno de los hogares y MMCM



Fuente: DANE (MMM y MMCM).

mostraron un aumento frente a meses anteriores (Gráfico 14), algo que se observó en un gran número de líneas de mercancía registradas por el DANE, con la notable excepción de alimentos y bebidas (que representan casi el 50% del total de ventas al por menor). La alta correlación entre los crecimientos anuales del índice de ventas y del PIB de consumo permite esperar un aumento positivo anual y trimestral para esta última variable en el cuarto trimestre (Gráfico 15).

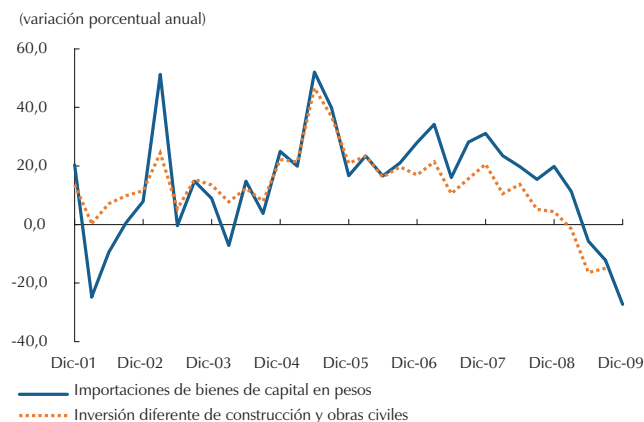
El panorama en relación con la inversión (por lo menos la que no incluye obras civiles ni construcción de edificaciones) es menos claro, pues esta variable no parece haber repuntado a finales de 2009, a diferencia de lo que acontece con el consumo. Esta conclusión se desprende al observar la caída que registraron las importaciones de bienes de capital en pesos reales, según lo sugieren las cifras en dólares disponibles a noviembre (Gráfico 16). Las obras civiles, por el contrario, debieron mantener una dinámica importante en el cuarto trimestre, relacionada con la ejecución de las obras del plan vial, del aeropuerto de Bogotá y de los sistemas de transporte masivo en varias ciudades, entre otros.

Teniendo en cuenta la información disponible, una reestimación de los modelos de pronóstico del PIB sugiere que en el cuarto trimestre de 2009 la economía creció a una tasa anual entre 0,7% y 2,3%. Aunque el crecimiento anual positivo del cuarto trimestre de 2009 se explica, en parte, como consecuencia de una base de comparación baja, a él también contribuye la tendencia favorable que muestra la inversión en obras civiles y el consumo de los hogares.

Los pronósticos para el cuarto trimestre prevén una recuperación del gasto de los hogares que, aunque sin ser considerable, resulta significativa dado su pobre desempeño en el pasado reciente y su alta participación en el PIB (cerca del 66%). Pese a lo anterior, la demanda interna total habría seguido contribuyendo negativamente al PIB, ya que se anticipa una nueva caída en la inversión diferente a obras civiles.

Al igual que ocurrió durante los primeros tres trimestres de 2009, en el cuarto la demanda externa neta aportaría positivamente al crecimiento, como resultado de una caída de las importaciones (en términos anuales) ma-

Gráfico 16
Inversión diferente de construcción y obras civiles frente a importación de bienes de capital



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

yor que la de las exportaciones. Estas últimas debieron ser fuertemente golpeadas por la drástica reducción en las ventas a Venezuela, tal como lo sugieren las cifras en dólares (véase p. 23 Exportaciones e importaciones); es por ello que no se espera un desempeño mejor frente a los trimestres anteriores, pese a que las ventas hacia otros destinos han repuntado un poco.

Por ramas de actividad económica, el crecimiento del cuarto trimestre debió ser impulsado principalmente por minería y obras civiles, tal como ocurrió en el resto del año. Por su parte, el crecimiento anual de la industria y del comercio debió mantenerse en terreno negativo, aunque presentando expansiones en términos trimestrales.

Para 2009 el equipo técnico del Banco estima que el crecimiento se encuentra entre -0,2% y 0,4%, un rango más favorable que el presentado en el informe anterior. Los pronósticos cambiaron dado el mejor comportamiento del gasto en obras civiles, en el consumo de los hogares y en el consumo público frente al esperado anteriormente. Esto compensó una contracción mayor en las exportaciones en la segunda mitad del año por cuenta de un menor aumento de la demanda venezolana y de unos mayores efectos de las restricciones impuestas al comercio con ese país, frente a lo esperado inicialmente.

En general, el PIB colombiano en 2009 resultó afectado por la crisis internacional y por la caída en la demanda mundial, al igual que aconteció con otros países de la región. Además de la menor demanda sobre nuestra producción, la crisis externa golpeó la economía, principalmente mediante la disminución de la confianza de consumidores y empresarios, paralizando el consumo de los hogares y provocando la mayor caída en la inversión, en términos anuales, desde 2002.

El impacto de la crisis externa se sintió con mayor fuerza a finales de 2008 y en la primera mitad de 2009. En cambio, para el segundo semestre empezaron a observarse algunos signos favorables también ligados con la recuperación de la economía mundial, con una política monetaria holgada, y con un gasto público y una inversión en obras civiles que habrían tenido un comportamiento contracíclico. A ello se sumó el efecto favorable que tuvo la caída de la inflación sobre el ingreso y el consumo de los hogares. Sin embargo, la destorcida de las ventas a Venezuela evitó que este mejor panorama externo e interno se tradujera en un desempeño más favorable de las exportaciones y de la economía en su conjunto.

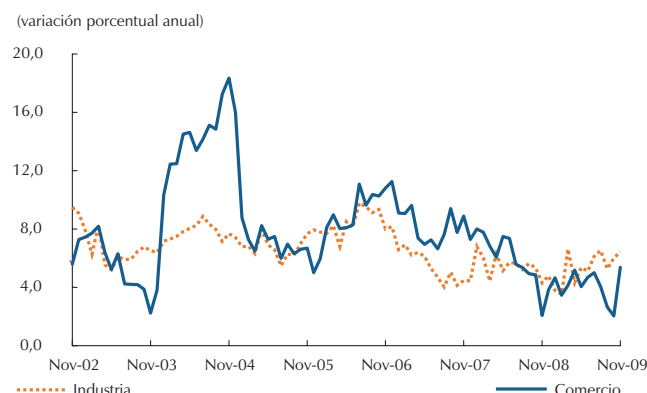
Para 2009 el equipo técnico del Banco estima que el crecimiento se encuentra entre -0,2% y 0,4%, un rango más favorable que el presentado en el informe anterior.

2. Costos salariales y mercado laboral

Durante el cuarto trimestre de 2009 los ajustes salariales tendieron a aumentar en algunos sectores, y presentaron estabilidad en otros. Lo anterior, sumado a la caída

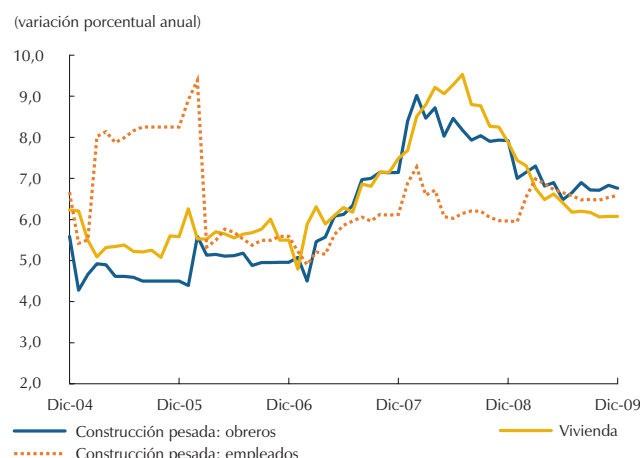
en la inflación anual, habría llevado a un aumento significativo de los salarios reales. Este comportamiento podría estar detrás de la dinámica de algunos componentes del empleo como el asalariado, sobre todo de los sectores industrial y comercial.

Gráfico 17
Índices de salarios sectoriales nominales: industria y comercio



Fuente: DANE (MMM y MMCM).

Gráfico 18
Índices de salarios sectoriales nominales: construcción pesada y vivienda



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

El ritmo al cual se ajustaron los salarios nominales se aceleró un poco durante el cuarto trimestre de 2009 en la industria y el comercio. En el primer caso, los salarios nominales según la muestra mensual manufacturera (MMM) aumentaron a una tasa anual de 6,4% en noviembre frente a 6,0% en promedio para el tercer trimestre. Algo similar sucedió con los salarios nominales del comercio, los cuales se ajustaron en este mismo mes a una tasa anual de 5,4%, superior al 3,9% observado en el tercer trimestre, de acuerdo con la muestra mensual de comercio al por menor (MMCM) (Gráfico 17).

A diferencia de lo anterior, en la construcción los salarios nominales en el cuarto trimestre mantuvieron un ritmo de ajuste similar a lo observado en el trimestre anterior. En particular, los salarios de la construcción pesada se incrementaron a tasas anuales entre 6,5% y 6,8%, mientras que en la construcción de vivienda el aumento fue cercano al 6,1% (Gráfico 18).

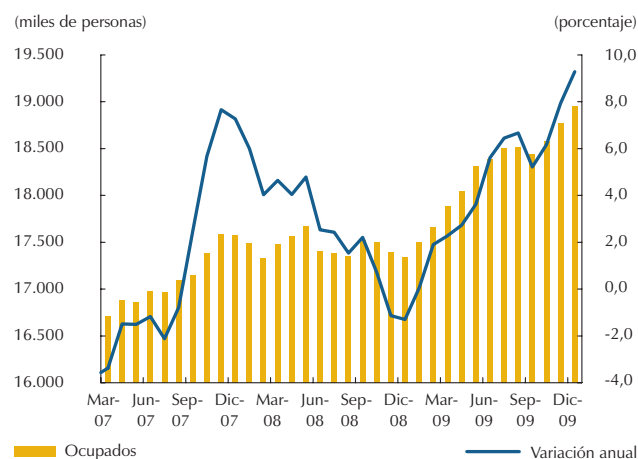
Ahora bien, cabe anotar que los incrementos de precios percibidos por los sectores mencionados fueron bajos durante 2009 (como lo ilustran los índices de precios al consumidor y al productor, especialmente en el cuarto trimestre). Así, se deduce que 2009 estuvo caracterizado por una aceleración de los salarios reales que se acentuó a finales de año.

Esta situación sugiere que en 2009 pudieron haberse presentado presiones sobre los precios por cuenta de los reajustes de los salarios nominal y real, las cuales no se materializaron debido a la presencia de otros factores que los compensaron (como la debilidad de la demanda). No obstante, los altos ajustes en el salario real sí podrían haber desestimulado la demanda de trabajo

formal o asalariado, explicando el pobre desempeño de este tipo de empleo observado en el transcurso del año, como se discute a continuación.

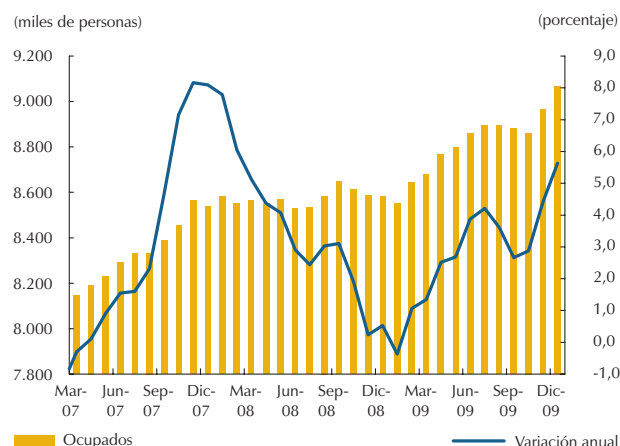
Al respecto, a pesar de que la gran encuesta integrada de hogares (GEIH) muestra que en el último trimestre los ocupados totales aumentaron a una tasa anual de 9,3% para el total nacional y de 5,6% para las trece áreas metropolitanas principales, esta tendencia no cobijó al empleo asalariado, pues sólo se concentró en el empleo no asalariado, usualmente asociado con trabajos de menores calidad,

Gráfico 19
Ocupados (total nacional, trimestre móvil desestacionalizado)



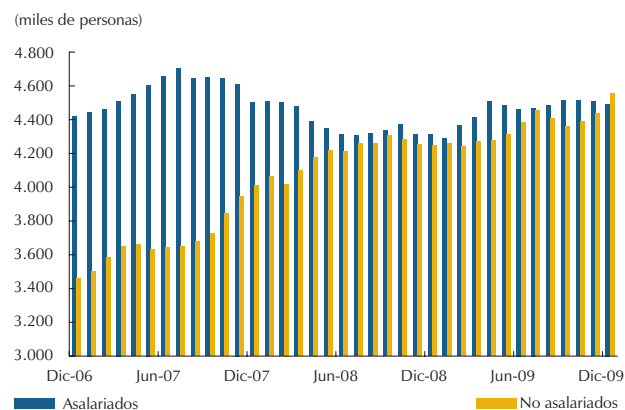
Fuente: DANE-GEIH; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 20
Ocupados (13 áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



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

Gráfico 21
Ocupados por tipo de empleo (13 áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



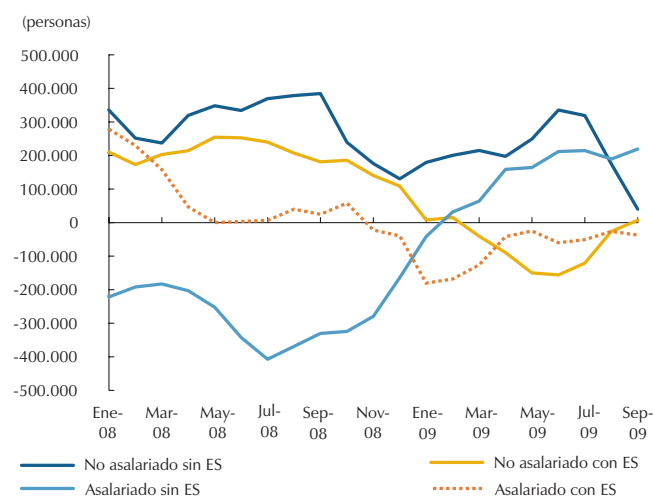
Fuente: DANE-GEIH; cálculos del Banco de la República.

estabilidad y, probablemente, pertenecientes a la informalidad (gráficos 19 y 20).

Estas tendencias opuestas se observaron con particular intensidad en las trece áreas urbanas, donde la información sobre empleo es más confiable. En el Gráfico 21 se observa cómo el empleo asalariado de este dominio se estancó desde mediados de 2009, mientras que el empleo no asalariado creció de manera importante en el cuarto trimestre (7,3%) y en general en todo el año. Más aún, cuando se descompone el empleo asalariado se observa que el de alta calificación fue el más castigado, pues decreció, por lo menos con información hasta septiembre de 2009. La mayoría de empleos asalariados que se crearon en los primeros tres trimestres del año fueron de baja calificación (Gráfico 22).

En el pasado la demanda de trabajo y la creación de empleo han estado determinadas por factores como los salarios y la producción. Por una parte, el número de asalariados sin educación superior ha estado asociado con la evolución del salario real, dado cierto rezago. Por otra, la ocupación en los sectores modernos —los cuales tienden a emplear trabajadores asalariados de baja calificación, así como a trabajadores calificados— ha estado asociada con el PIB urbano¹. La contracción del

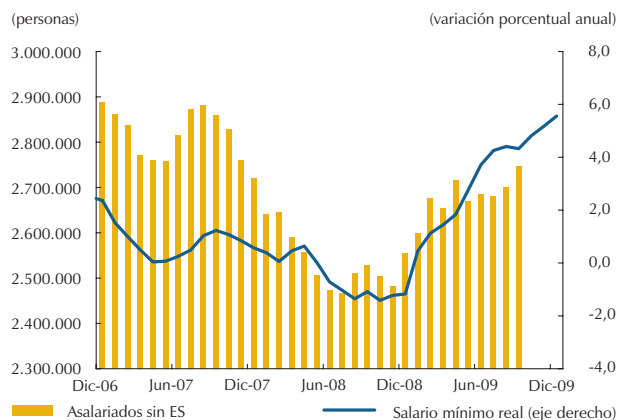
Gráfico 22
Variación anual de ocupados, 13 áreas trimestre móvil



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

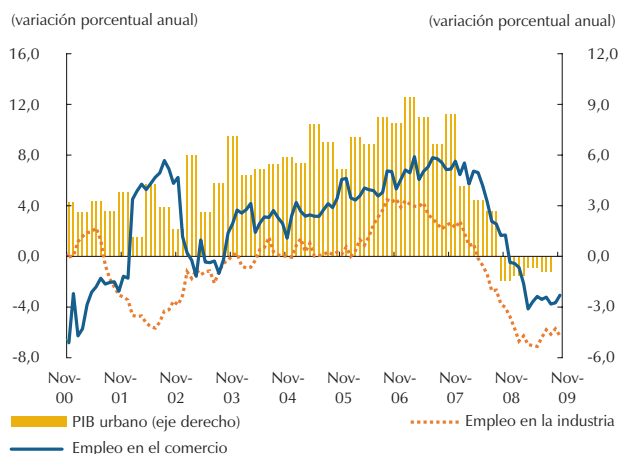
1 El PIB urbano es aquel que excluye los sectores minero y agropecuario.

Gráfico 23
Salario mínimo real y empleo asalariado de baja calificación
(13 áreas, trimestre móvil)



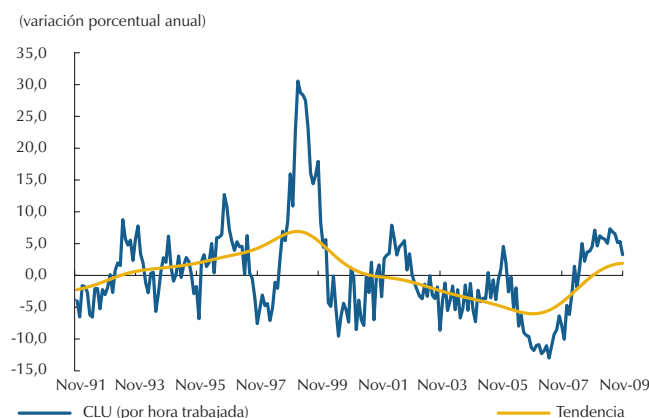
ES: educación superior
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 24
PIB urbano y empleo en la industria y el comercio



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

Gráfico 25
Costo laboral unitario (CLU) real en la industria



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

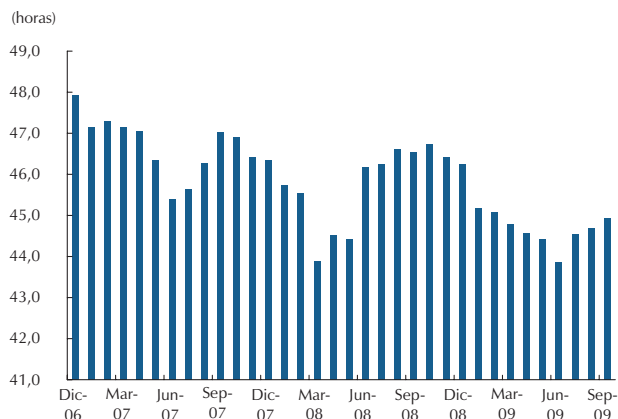
producto observada desde finales de 2008, junto con el incremento de los salarios reales, habría conducido a las empresas a destruir puestos de trabajo con el fin de controlar los costos y evitar un golpe mayor sobre sus utilidades. El estancamiento del nivel de asalariados de baja calificación en las trece áreas es un reflejo de esta situación (Gráfico 23), al igual que la expulsión de trabajadores en la industria y el comercio a lo largo de 2009 (Gráfico 24).

En los últimos meses existen indicios que sugieren que la caída del empleo en sectores como industria y comercio ya estaría facilitando una estabilización de los costos laborales, dado que habría permitido una utilización más intensiva del trabajo. En noviembre el producto por hora trabajada en la industria se expandió por primera vez desde mayo de 2008 y creció a una tasa anual de 0,6%. Lo anterior ayudó a compensar parcialmente el incremento en los salarios reales, y llevó a que en el último trimestre se hubiera moderado el aumento del costo laboral unitario (CLU = salario real/producto por hora), el cual pasó de crecer anualmente 6,5% en agosto a 3,3% en noviembre (Gráfico 25). Algo similar sucedió en el comercio al por menor.

Para 2010 la recuperación del empleo de los sectores modernos y del asalariado dependerá crucialmente de que se consolide la reactivación económica, pero probablemente también de una moderación en el ritmo de ajuste del salario real. Con respecto a esto último conviene señalar que la encuesta trimestral del Banco de la República, disponible a enero de este año, muestra que los empresarios esperan aumentar los salarios nominales para 2010 en cerca de 3,8%, un porcentaje muy similar al incremento decretado para el salario mínimo y mucho menor que el de años anteriores.

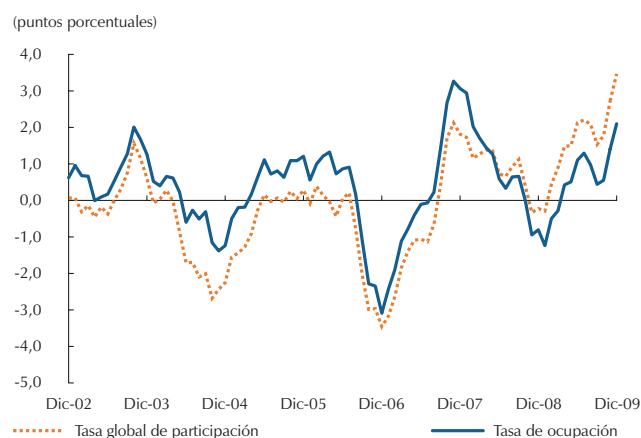
Además de la situación de la demanda por trabajo, las condiciones del mercado laboral y su efecto sobre los precios están determinados por la oferta de trabajo o participación laboral. Esta variable, medida a través de la tasa global de participación (TGP), aumentó considerablemente a lo largo de 2009, incluido el cuarto trimestre, cuando registró un salto importante (de 3,5 pp frente al cuarto trimestre de 2008).

Gráfico 26
Promedio de horas trabajadas la última semana
(asalariados sin educación superior, 13 áreas, trimestre móvil)



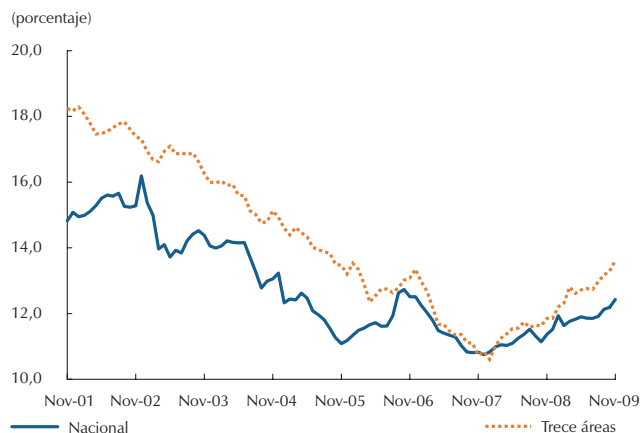
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 27
Variación anual de la tasa global de participación (TGP) y
de la tasa de ocupación (TO)
(13 áreas, trimestre móvil)



Fuente: DANE (GEIH).

Gráfico 28
Tasa de desempleo (trimestre móvil desestacionalizado)



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

En el pasado el comportamiento de la TGP ha estado asociado con el ciclo de los ingresos familiares y con la estabilidad del empleo del jefe de hogar. Es por eso que en medio de una contracción de la actividad económica, agentes distintos al jefe de hogar tienden a cesar sus actividades y entrar al mercado con el fin de compensar una posible caída en el ingreso.

La evidencia apunta a que en 2009 los ingresos de los hogares se vieron afectados por cuenta de una reducción en el número de horas trabajadas: por ejemplo, en el caso de los asalariados sin educación superior en las trece áreas, las horas trabajadas semanalmente durante el tercer trimestre de 2009 se redujeron en un 3,5% frente al mismo período de 2008 (Gráfico 26). Esta caída no logró ser compensada por el aumento del salario real, como lo demuestra el comportamiento de los ingresos por trabajador obtenidos a partir de la GEIH: la mediana del ingreso de este grupo se contrajo a una tasa cercana al 1% en el mismo período. Así, en el cuarto trimestre la aceleración de la TGP daría indicios de que los ingresos de los hogares continúan afectados (Gráfico 27).

La creciente oferta laboral no ha podido ser absorbida en su totalidad por la economía, como lo muestra el diferencial entre el incremento anual de la TGP y de la tasa de ocupación (TO) (Gráfico 27). El resultado ha sido una tasa de desempleo (TD) al alza, la cual no cedió en el cuarto trimestre de 2009, tal como se observa en la serie de desempleo desestacionalizada (Gráfico 28).

Información de la GEIH del DANE muestra que se ha dado un aumento significativo en el número de personas desocupadas que han buscado empleo por más de seis meses. En el tercer trimestre de 2009 cerca de 645.000 personas presentaban esta condición, casi 176.000 más que en el mismo período de 2008. Una larga permanencia en el desempleo puede derivar en pérdidas en la calificación de los desocupados, lo cual hacia futuro podría afectar negativamente la productividad del trabajo.

De esta manera, la actual situación del mercado laboral y de los hogares podría tener efectos adversos sobre la reactivación de la actividad económica a corto y mediano plazos. Por un lado, podría limitar la recuperación del consumo si los ingresos de los

En el cuarto trimestre de 2009 los costos no salariales presentaron algunos repuntes leves, después de haber caído desde finales de 2008.

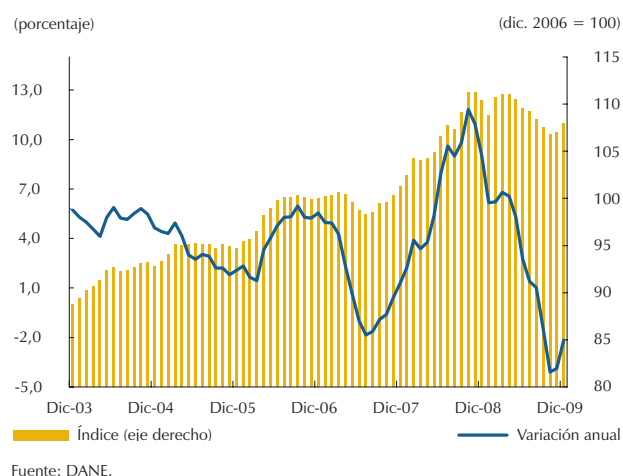
hogares no mejoran; por otro, podría afectar el crecimiento potencial de la economía, dado que la calidad del empleo se ha reducido y la productividad del trabajo puede estar siendo golpeada.

Ahora bien, hacia 2010 el aumento de la participación laboral y el poco crecimiento de la demanda por trabajo asalariado sugieren un mercado laboral muy holgado. Es posible que lo anterior, junto con un aumento en la intensidad del trabajo, pueda aminorar los costos y así disminuir los riesgos de que se presenten presiones inflacionarias en este frente. Esta situación es más probable si tiene en cuenta que la tasa de desempleo podría seguir aumentando en este año si la actividad económica no recupera rápidamente su senda de crecimiento de largo plazo (Recuadro 1, p. 37).

3. Otros costos

En el cuarto trimestre de 2009 los costos no salariales presentaron algunos repuntes leves, después de haber caído desde finales de 2008. En diciembre la inflación anual al productor, medida por el índice de precios del productor (IPP) total, fue -2,2%; registro menor que el de septiembre (-1,5%), pero mayor que el de octubre (-4,1%), cuando esta variable alcanzó su nivel más bajo desde que existe información (Gráfico 29). El incremento en la inflación anual al productor se debe especialmente a las caídas del nivel del IPP a finales de 2008, pero también a su aumento en los dos últimos meses de 2009: la inflación mensual del índice fue positiva durante la mayor parte del cuarto trimestre (Gráfico 29).

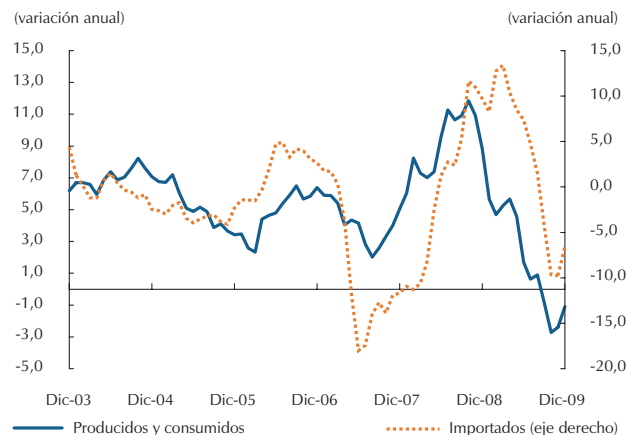
Gráfico 29
IPP total



El comportamiento de la inflación total anual al productor en el cuarto trimestre se replicó en sus dos componentes por origen. Así, tanto la variación anual de importados como la de producidos y consumidos alcanzaron un mínimo en octubre, y a partir de este mes aumentaron, pero manteniéndose en terreno negativo (Gráfico 30). Ambos índices incrementaron su nivel en noviembre y diciembre, algo que no sucedía desde marzo de 2009. En el caso del IPP importado su repunte a finales de año ha tenido que ver más con la depreciación del tipo de cambio que con aumentos en los precios internacionales. Por su parte, en el IPP de producidos y consumidos el aumento se registró en todas las ramas de actividad económica (industria, agropecuaria y minería) (Gráfico 31).

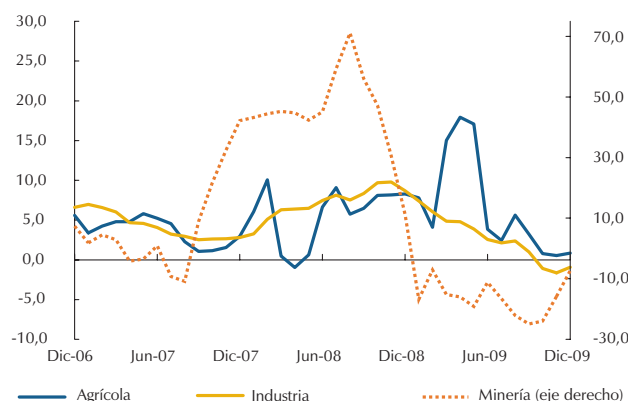
A partir del IPC, el IPP y las muestras sectoriales del DANE se estimaron los índices de costos no laborales ponderados, utilizando la matriz de contabilidad social (SAM, por su sigla en inglés). Los índices muestran también leves

Gráfico 30
IPP por procedencia



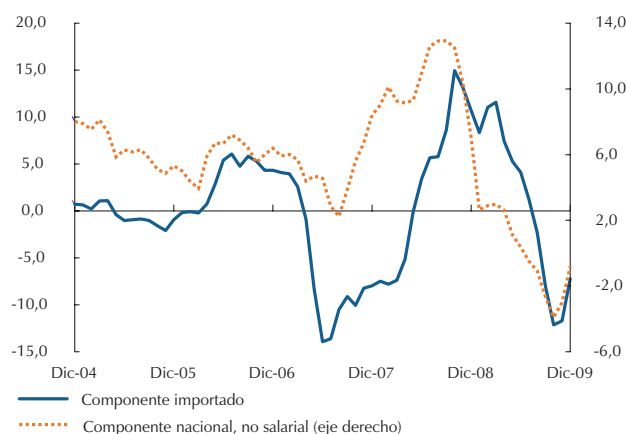
Fuente: DANE.

Gráfico 31
IPP de producidos y consumidos por ramas
(variación anual)



Fuente: DANE.

Gráfico 32
Índices de los costos no salariales a partir de la SAM
(variación porcentual anual)



SAM: Social Accountability Matrix.
Fuente: cálculos del Banco de la República

repuntes en los costos en los últimos dos meses de 2009, tanto para el componente nacional como el importado. El componente nacional venía ajustándose en septiembre a una tasa de -2,7% y llegó en diciembre a -0,8% anual. Por su parte, el importado pasó de -8,0% en octubre a -7,2% anual en diciembre (Gráfico 32). Las variaciones mensuales han vuelto a ser positivas en los últimos meses para estos índices.

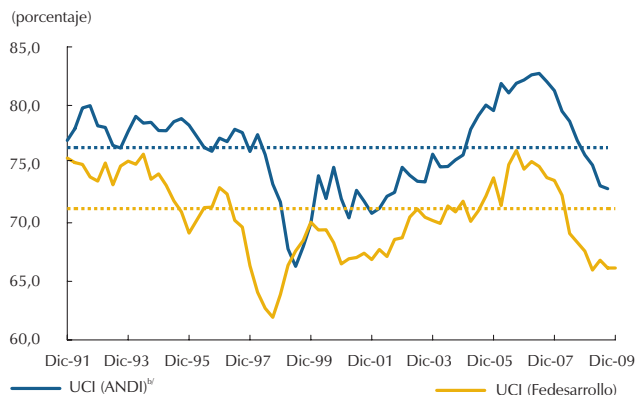
En conclusión, los costos no salariales debieron haber ejercido una leve presión alcista en el último trimestre del año, algo que no se presentaba desde comienzos de 2009. Lo anterior estaría relacionado en parte con la cotización del peso, y podría estar relacionado con indicios de una incipiente reactivación de la demanda en las distintas ramas de actividad económica. También, parte de los aumentos estarían ligados al repunte reciente en el precio internacional del café y de algunos productos mineros. Hasta finales de año el fenómeno de El Niño no parecía haber impactado los costos.

4. Excesos de capacidad productiva y presiones de demanda

El balance entre la producción y la oferta potencial de la economía es uno de los determinantes de las presiones inflacionarias. De esta manera, la reducción en la actividad económica a lo largo de 2009 ha disminuido significativamente las presiones inflacionarias de demanda, situación que no cambió sustancialmente en el cuarto trimestre, tal como lo sugieren los bajos niveles que continuaba mostrando la utilización de la infraestructura productiva del país.

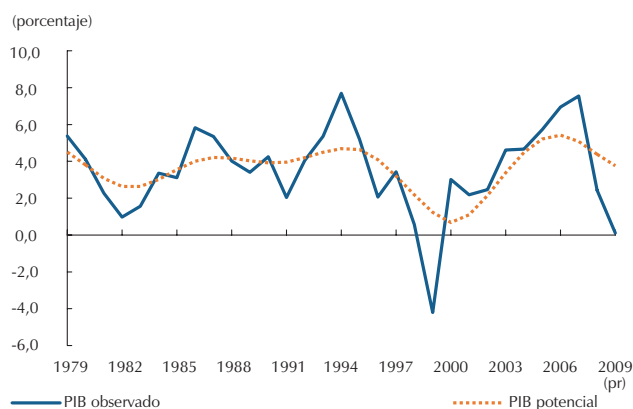
Durante el último trimestre de 2009 los indicadores de capacidad productiva para la industria, de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI) y de Fedesarrollo, se mantuvieron estables en los bajos niveles alcanzados en el tercer trimestre del año. Así, para noviembre y diciembre ambos indicadores de utilización de capacidad instalada se ubicaban en niveles significativamente inferiores al promedio histórico (Gráfico 33). En el caso del indicador de Fedesarrollo, la capacidad instalada estaba en 68,1% en el cuarto

Gráfico 33
Utilización de la capacidad instalada (UCI)^{a/}



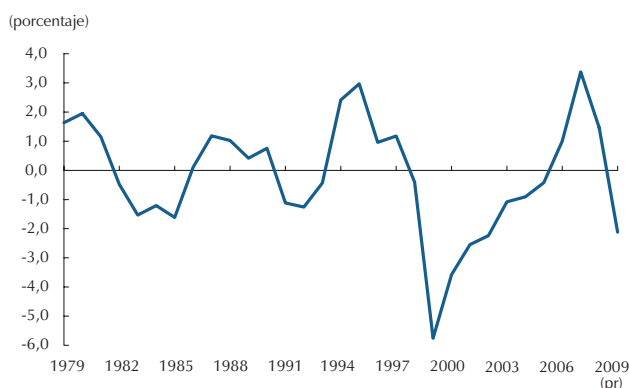
a/ Series desestacionalizadas.
b/ La serie UCI de la ANDI se calcula usando el promedio aritmético.
Fuentes: ANDI y Fedesarrollo.

Gráfico 34
Crecimiento del PIB observado y del PIB potencial (promedio anual)



(pr) preliminar.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 35
Brecha del producto (promedio anual)



(pr) preliminar.
Fuente: Banco de la República.

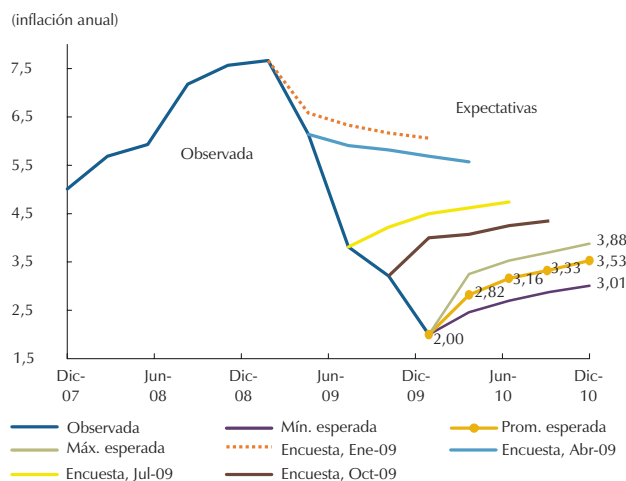
trimestre, cifra inferior en 1,4 puntos porcentuales (pp) al dato del cuarto trimestre de 2008 y 3,1 pp por debajo del promedio histórico. Según la ANDI, la utilización de la capacidad instalada era de 75,2% en octubre de 2009, 2,7 pp inferior al mismo período de 2008 y 1,3 pp por debajo del promedio.

Adicionalmente al exceso de capacidad instalada, la expansión de la participación laboral por encima de la demanda de trabajo ha llevado a un exceso de oferta en el mercado laboral. Por ello, cálculos del Banco indican que la tasa de desempleo observada hoy en día se encuentra por encima de aquella compatible con una inflación estable y baja, denominada *non-accelerating inflation rate of unemployment* (Nairu). De esta manera, la baja utilización de la capacidad instalada, junto con la brecha del mercado laboral, limitaron las presiones sobre precios originadas en la demanda a finales de 2009 y muy probablemente lo seguirán haciendo en buena parte de 2010.

Por otro lado, los choques permanentes que sufrió la economía colombiana a raíz de la crisis internacional y del deterioro de las condiciones financieras, sumados a las restricciones comerciales que han sido impuestas sobre el país, habrían llevado a una disminución del crecimiento del producto potencial en 2009. Como resultado, las estimaciones econométricas realizadas por el Banco apuntan a un crecimiento del PIB potencial de entre 3,5% y 4% en ese año (Gráfico 34). Esto implicaría que la brecha del producto se habría ubicado en -2,1% (Gráfico 35), dado el crecimiento esperado del producto para 2009, el cual se discute en el tercer capítulo de este informe.

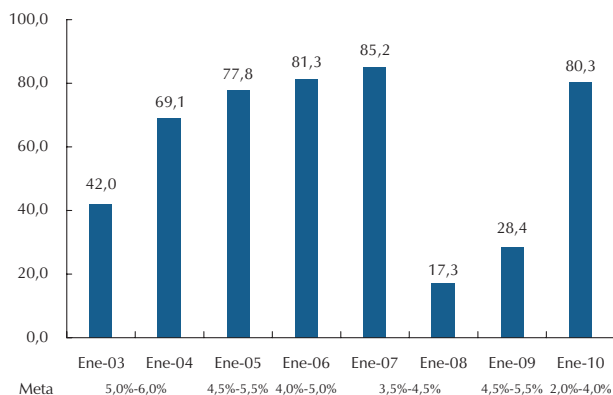
Para 2010 se espera que algunos factores profundicen el deterioro del crecimiento potencial de la economía. Por una parte, la disminución observada en la inversión en 2009 debilitaría la capacidad productiva en 2010; lo anterior, junto con el deterioro de la calidad del empleo y la posible pérdida de calificación de la fuerza laboral (como se discute en secciones anteriores), podría afectar negativamente la productividad de la economía este año. Ello implicaría un crecimiento del PIB potencial menor que en 2009, el cual se ubicaría entre 3% y 3,5%. Por tanto, la evolución de la brecha del producto en 2010 dependerá de la capacidad de recuperación de la economía colombiana (véase Capítulo III).

Gráfico 36
Inflación observada y expectativas de inflación
(a tres, seis, nueve y doce meses)



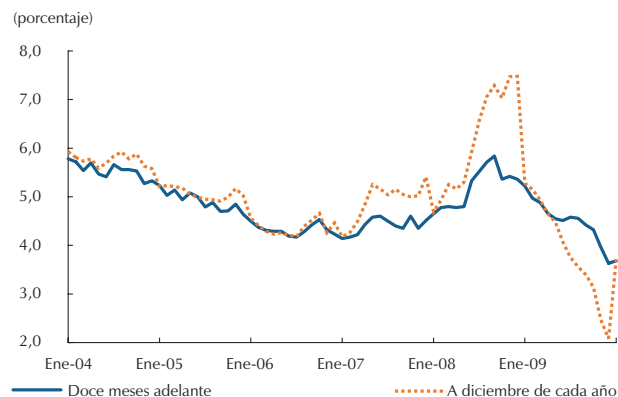
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 37
Porcentaje de credibilidad en la meta de inflación
2003 a 2010
(encuesta aplicada en enero de cada año)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 38
Pronóstico de inflación anual de bancos y comisionistas
de bolsa



Fuente: Banco de la República.

5. Expectativas de inflación

Las expectativas de inflación para 2010 reflejadas por las encuestas más recientes del Banco de la República, tanto trimestrales como mensuales, se encuentran dentro del rango meta fijado por la JDBR (entre 2,0% y 4,0%).

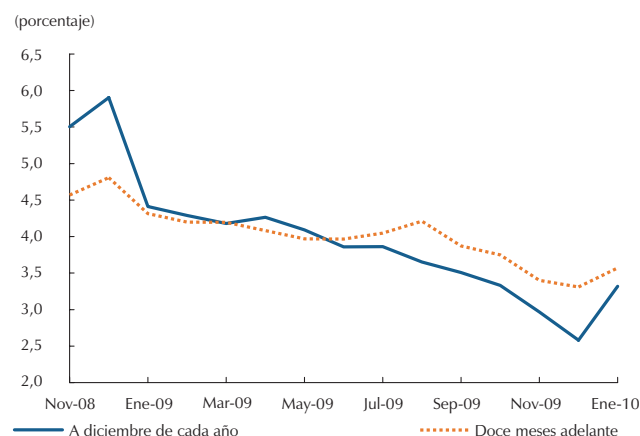
De acuerdo con la encuesta trimestral de expectativas del Banco de la República aplicada a una amplia gama de agentes y analistas a comienzos de enero de 2010, la inflación promedio esperada para finales de 2010 es de 3,5% (Gráfico 36). En la misma encuesta el 80% de los consultados esperan que a finales de 2010 la inflación se ubique dentro del rango meta fijado por la JDBR. Este porcentaje representa un aumento considerable frente al registro de enero del año pasado, cuando sólo el 28% de los encuestados confiaba en el cumplimiento de la meta (Gráfico 37).

Por su parte, la encuesta mensual de expectativas efectuada a operadores del mercado financiero muestra una inflación total esperada para diciembre de 2010 de 3,7% (Gráfico 38). Por su parte, las expectativas a doce meses (a enero de 2011) se incrementaron solo 5 pb frente al mes anterior, ubicándose en 3,7% (Gráfico 38).

La encuesta anterior muestra que la inflación sin alimentos esperada por los analistas del sistema financiero es de 3,3% para diciembre de 2010 y de 3,6% para enero del siguiente año (Gráfico 39). Dado lo anterior, junto con las expectativas de inflación total reseñadas antes, se deduce que los analistas esperan un repunte moderado de la inflación de alimentos hacia finales de 2010, lo cual obedecería al efecto que tendría el fenómeno de El Niño.

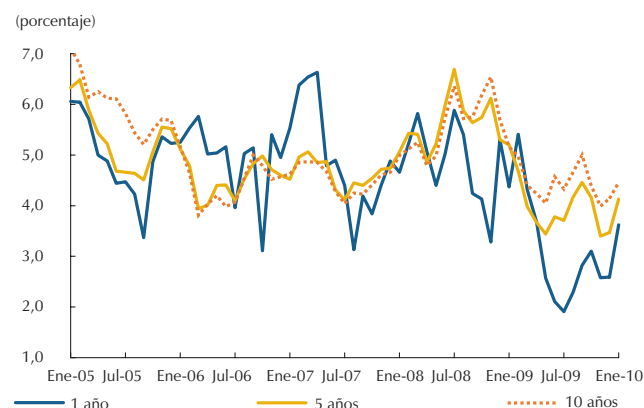
Finalmente, las expectativas de inflación promedio obtenidas de los TES (con datos preliminares de enero) se ubican en 3,62%, 4,13% y 4,46%, para los títulos a 1, 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 40). Éstas han presentado un repunte reciente que, de hecho, ha generado que las expectativas de 5 y 10 años se encuentren por fuera del rango meta de inflación de largo plazo (2% a 4%). No obstante, debe tenerse en cuenta que estos indicadores de inflación esperada pueden verse distorsionados por las primas de liquidez

Gráfico 39
Pronóstico de inflación anual sin alimentos, según bancos y comisionistas de bolsa



Fuente: cálculos del Banco de la República.

Gráfico 40
Indicadores de expectativas de inflación implícitas en el mercado de TES ^{a/}



a/ Diferencia entre tasas de los TES UVR y los TES tasa fija.
Fuente: Banco de la República.

de los títulos de tasa fija y UVR, y la prima de riesgo de inflación.

En general, el descenso de la inflación durante 2009 sorprendió por su intensidad. Aunque, el Emisor y los especialistas esperaban una contracción de la inflación al consumidor durante 2009, no se contempló que fuera tan fuerte. Un ejemplo de lo anterior es que las expectativas inflacionarias que tenía el mercado a comienzos de 2009 superaban el 5% para dicho año; incluso, sólo después de marzo del año pasado se situaron por debajo de 5%.

Recuadro 1

PERSPECTIVAS DEL MERCADO LABORAL SEGÚN LA LEY DE OKUN EN COLOMBIA

Rafael Puyana Martínez-Villalba*

Entre 2003 y 2007, cuando se presentó en Colombia el crecimiento del PIB más alto en más de una década, la tasa de desempleo (TD) sufrió una descolgada significativa desde los altos niveles que se habían heredado de la crisis de 1999. A partir de la desaceleración del producto en 2008, sin embargo, el desempleo retornó a una tendencia creciente. Aún más, cabe esperar que la actual recuperación de la actividad productiva, que parece se sustenta en 2010 será un año de expansión económica, no sea suficiente para que la TD ceda y las condiciones del mercado laboral mejoren.

La relación indirecta entre el crecimiento económico y el desempleo ha resultado ser una observación empírica recurrente en distintas economías, y ha sido denominada la “Ley de Okun”, en reconocimiento a Arthur Okun, el primer economista que la documentó a principios de los años sesenta (Okun, 1962). Aunque la Ley de Okun no es en sí misma una relación estructural, sino una regularidad estadística, puede encontrarse en el mercado laboral colombiano un mecanismo que explica su existencia.

En primer lugar, los ciclos del desempleo en Colombia han estado estrechamente relacionados con el ciclo de la participación laboral. Ésta, a su vez, depende principalmente de la riqueza del hogar, como lo muestran Arango y Posada (2002) y Arango, Posada y Charry (2003). Una vez comienza la contracción de la actividad económica, la participación laboral tiende a incrementarse como reflejo de la entrada de agentes al mercado, con el fin de compensar la inestabilidad del empleo del jefe de hogar o posibles pérdidas en el ingreso. En estas condiciones, el aparato productivo no está en capacidad de absorber la totalidad de la nueva oferta de trabajo, razón por la cual el desempleo aumenta y la creación de empleo se da en su mayoría en ocupaciones no asalariadas o en la informalidad.

Una vez se retoma el crecimiento económico, la TD suele actuar de manera rezagada, pues continúa aumentando a pesar de la mayor demanda de trabajo que acompaña a la reactivación de la economía. Lo anterior ocurre porque la expansión inicial de la demanda no alcanza a compensar los incentivos que generaron en principio una entrada de agentes al mercado. De esta manera, sólo una vez se estabiliza la situación

laboral y se recuperan los ingresos de los hogares, se observa una contracción de la participación que reduce la presión sobre el mercado laboral y lleva a un descenso en el desempleo.

Cabe esperar que ésta sea la situación que caracterice al mercado laboral en 2010, como lo sugiere una estimación de la Ley de Okun para Colombia. En este ejercicio se partió de una especificación similar a la presentada por Mankiw (2002), en la que la variación anual del PIB se explica por el incremento anual de la TD en las siete ciudades principales, más una constante. Adicionalmente, se corrige por un posible cambio estructural en los datos, producto de la introducción de la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH) en el tercer trimestre de 2006, mediante una *dummy* interactuada con la variación en el desempleo. El resultado de la estimación por medio de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) para el período comprendido entre el primer trimestre de 1984 y el tercer trimestre de 2009 se presenta en el Cuadro R1.1. Aunque no se descartan problemas de autocorrelación o endogeneidad en la especificación, el resultado es interesante, pues proporciona una herramienta sencilla para ilustrar la relación estadística a la que se refería Okun, y permite interpretar la constante como el crecimiento del PIB necesario para que la TD permanezca constante de un año a otro (Knotek, 2007).

Cuadro R1.1

$$\Delta Y_t = \beta_0 + \beta_1 \times \Delta U_t + \beta_2 \times \delta_{2006-2009} \times \Delta U_t + \beta_3 \times \delta_{1999} + \varepsilon_t \quad (1)$$

MCO (n=99)		
Variable dependiente: crecimiento anual del PIB		
	Coficiente	Error estándar
Constante	0,0385	(0,002)
Δ Desempleo	-0,0047	(0,001)
$\delta_{2006-2009} \times \Delta$ Desempleo	-0,0191	(0,004)
δ_{1999}	-0,0622	(0,010)
R-cuadrado	0,61	
R-cuadrado ajustado	0,60	
Durbin-Watson	1,14	
Prob(F)	0,00	

Fuente: cálculos del autor.

Esta primera estimación indica que para que la TD no crezca en términos anuales es necesario que el PIB se expanda a una tasa de 3,85%. Por otra parte, da indicios de que el crecimiento del producto que se necesita para reducir la TD en un punto porcentual (pp) es de 6,23% anual. Ambas afirmaciones son consistentes con el descenso observado en la

* El autor es profesional de la Sección de Inflación del Departamento de Programación e Inflación de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República. Las opiniones del autor no corresponden, necesariamente, con las del Banco de la República ni su Junta Directiva.

TD en los años 2006 y 2007, y con el aumento de la misma en 2008 y 2009.

De otro lado, se realizó una segunda estimación motivada por el hecho de que el empleo moderno en las siete ciudades está más asociado con el PIB urbano¹, como lo documentan Arango, Gómez y Posada (2009), López y Lasso (2008) y Tamayo (2008). Es por eso que se estimó una Ley de Okun en la que el crecimiento anual del PIB urbano es explicado por el cambio anual en el desempleo de las siete ciudades, realizando las mismas correcciones de la primera versión. Los resultados se presentan en el Cuadro R1.2.

Cuadro R1.2

$$\Delta Y_{\text{urbano}_t} = \beta_0 + \beta_1 \times \Delta U_t + \beta_2 \times \delta_{2006-2009} \times \Delta U_t + \beta_3 \times \delta_{1999} + \varepsilon_t \quad (2)$$

MCO (n=99)		
Variable dependiente: crecimiento anual del PIB urbano		
	Coficiente	Error estándar
Constante	0,0406	(0,002)
Δ desempleo	-0,0061	(0,002)
$\delta_{2006-2009} \times \Delta$ Desempleo	-0,0207	(0,005)
δ_{1999}	-0,0897	(0,013)
R-cuadrado	0,65	
R-cuadrado ajustado	0,63	
Durbin-Watson	0,89	
Prob(F)	0,00	

Fuente: cálculos del autor.

Esta segunda estimación presenta evidencia de que el PIB urbano debe crecer a una tasa de cerca del 4,1% para que la TD de las siete ciudades no se incremente en términos anuales. Aún más, el producto urbano debe expandirse cerca del 6,7% anual para reducir en 1 pp el desempleo; esto indica que la estabilidad de la TD requiere un crecimiento mayor del PIB urbano, lo que podría estar evidenciando un mercado laboral en el que la creación de empleo es poco sensible al mejoramiento en las condiciones de la actividad económica urbana.

Los resultados de las estimaciones dan información importante sobre la dinámica esperada del desempleo en 2010. En primer lugar, si la economía crece entre 2% y 4% anual, la ecuación (1) indica que la TD podría ubicarse entre 0,0 y 0,8 pp por encima de la observada en 2009, rango que resulta bastante amplio. Sin embargo, el resultado de la segunda

ecuación podría ayudar a precisar aún más el cambio esperado en la TD. Nótese que si uno de los motores del total de la economía es el sector minero (el cual tiende a ser poco intensivo en mano de obra), es probable que el crecimiento del PIB urbano sea menos dinámico que el del PIB total. Por tal razón, la segunda ecuación —que es más exigente sobre el producto— indicaría que el incremento de la TD bien podría estar sesgado al alza en 2010. Con ello, se esperaría que el incremento anual en el desempleo de las siete ciudades se acerque a la parte superior del rango, es decir, cerca de 0,8 pp por encima de la observada en 2009.

Para concluir, a pesar de que probablemente 2010 será el año en que la economía retorne al crecimiento económico, los datos parecen indicar que el punto de quiebre en el desempleo aún no ocurrirá, por lo que la situación del mercado laboral continuará siendo holgada y no ejercerá presión sobre los precios.

Referencias

Arango, L. E.; Posada, C. E. “La participación laboral en Colombia”, Borradores de Economía núm. 217, Banco de la República, 2002.

Arango, L.E., Gómez, M. y Posada, C. E. “La demanda de trabajo formal en Colombia: determinantes e implicaciones de política”, Borradores de Economía, núm. 563, Banco de la República, 2009.

Arango, L. E.; Posada, C. E.; Charry, A. “La participación laboral en Colombia según la nueva encuesta: ¿cambian sus determinantes?”, Borradores de Economía núm. 250, Banco de la República, 2003.

Knotek, E. “How Useful is Okun’s Law?”, *Economic Review*, Fourth Quarter, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2007.

López, H.; Lasso, F. “Salario mínimo, salario medio y empleo asalariado privado en Colombia”, Borradores de Economía, núm. 484, Banco de la República, 2008.

Mankiw, G. “The Data of Macroeconomics”, *Macroeconomics*, Worth Publishers, 5ª edición, p. 36, 2002.

Okun, A. “Potential GNP: Its Measurement and Significance”, American Statistical Association, *Proceedings of the Business and Economics Statistics Section*, pp. 98–104, 1962.

Tamayo, J. “La tasa natural de desempleo en Colombia y sus determinantes”, Borradores de Economía núm. 491, Banco de la República, 2008.

1 El PIB urbano excluye los sectores minero y agropecuario.

II. MERCADOS FINANCIEROS

Aunque los mercados financieros internacionales han continuado recuperándose, el canal crediticio no se ha restablecido y aún persisten algunos riesgos.

Los altos niveles de endeudamiento de las economías desarrolladas y de algunos países en Europa Oriental han generado un aumento en sus primas de riesgo.

En ese entorno, las primas de riesgo para países latinoamericanos han permanecido estables y las monedas continuaron fortaleciéndose con respecto al dólar.

En Colombia los agregados monetarios y crediticios que se habían desacelerado a lo largo de 2009, han dado señales de estabilidad. El crédito hipotecario sigue creciendo a buen ritmo y el de consumo muestra alguna recuperación.

La reducción en la tasa de interés de política se sigue transmitiendo a las tasas de interés de mercado.

A. MERCADOS EXTERNOS

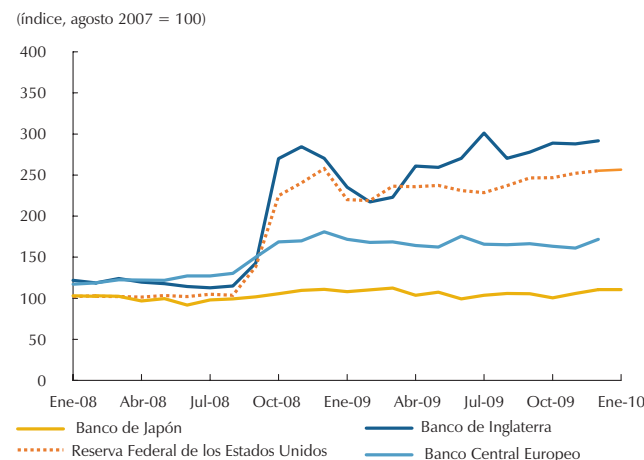
Durante el último trimestre de 2009 la situación de los mercados financieros mundiales continuó mejorando, destacándose los avances en las condiciones de liquidez de los mercados interbancarios y la dinámica alcista de los índices bursátiles. Sin embargo, en las primeras semanas de 2010 (cuando se redactaba este informe) las bolsas sufrían algunas recaídas, en parte, porque el mercado percibía que los altos niveles de endeudamiento público en los países industrializados seguían representando un riesgo importante para la estabilidad económica de largo plazo. A esta circunstancia se sumaron los anuncios de la administración Obama sobre la conveniencia de un nuevo marco regulatorio para el sistema financiero, junto con el hecho de que el canal crediticio en algunos países desarrollados continúa sin restablecerse plenamente, todo lo cual complica la expansión económica sostenida y liderada por el sector privado.

Gráfico 41
Índices de acciones de algunas economías desarrolladas



Nota: datos a 31 de enero de 2010.
Fuentes: Bloomberg.

Gráfico 42
Activos totales de los bancos centrales



Fuentes: bancos centrales.

Como se mencionó en el informe anterior, la ejecución de programas fiscales por parte de los gobiernos y el relajamiento monetario de los bancos centrales permitieron estabilizar el sistema financiero internacional y así evitar una crisis sistémica. El impacto de esta estrategia sobre la actividad real ha sido notable, ya que generó repuntes significativos en algunos sectores productivos (véase Capítulo III). Ello estimuló la confianza de los inversionistas e hizo que desde marzo los agentes estuvieran más dispuestos a invertir en el mercado accionario. El resultado fue una recuperación de la tendencia alcista de los activos bursátiles, la cual se mantuvo durante el cuarto trimestre de 2009 (Gráfico 41)².

En este entorno varios bancos centrales anunciaron el desmonte gradual de sus mecanismos de facilidad de liquidez para el primer semestre de 2010³. De hecho, la expansión de los balances de algunos bancos centrales se detuvo en el cuarto trimestre de 2009, por lo que se espera que su valor disminuya paulatinamente en los próximos trimestres (Gráfico 42). Asimismo, otros bancos centrales de países desarrollados que no expandieron sus hojas de balance, mediante políticas poco convencionales, comenzaron a subir su tasa de referencia: tal es el caso de Australia, Noruega e Israel (Cuadro 4).

Aunque esto implica un endurecimiento de la postura monetaria en el corto plazo, los bancos centrales han dejado en claro que el apoyo continuará por un tiempo prolongado y prudencial; por lo menos hasta que la economía muestre signos de recuperación más sólidos. En particular, se estima que los bancos cen-

2 En enero las pérdidas en las bolsas de las economías avanzadas se encuentran entre 5% y 6% en promedio. Esto se explica, en gran parte, por datos de empleo menores a los esperados y por la incertidumbre generada por los grandes déficits de algunos países de la zona del euro. En menor medida, también puede atribuirse a un proceso de toma de utilidades.

3 La Fed anunció un desmonte gradual de varios de sus programas en los próximos meses; entre ellos, la mayoría son facilidades de liquidez y acuerdos de intercambio de divisas establecidos con diversos bancos centrales. No obstante, la Fed continuará comprando valores respaldados por hipotecas a las agencias con apoyo gubernamental, así como deuda emitida por estas agencias; el monto total del programa oscila en US\$1,25 billones (b). Por otra parte, aunque el Banco Central de Inglaterra anunció un incremento en las compras de activos al finalizar el año, éstas perdurarán sólo durante el primer trimestre de 2010. Asimismo, en su reunión del 3 de diciembre de 2009 el Banco Central Europeo concluyó que había llegado el momento de iniciar una retirada gradual de las medidas no convencionales de liquidez. Esto implica una reducción del número de operaciones de financiación a plazo más largo en el primer trimestre de 2010.

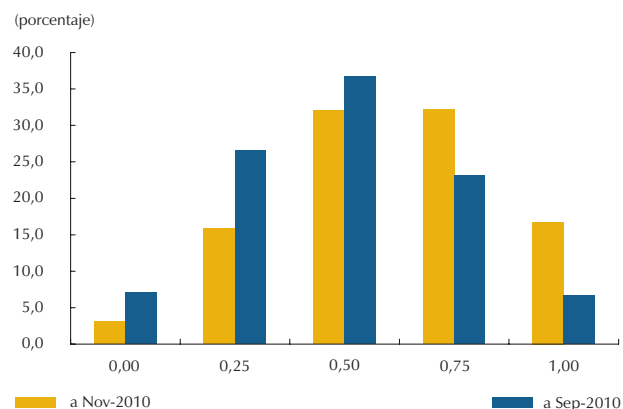
Cuadro 4
Tasas de referencia de los bancos centrales

	Nivel actual	Último cambio	Siguiente reunión
Estados Unidos	(0 a 0,25)	16 Dic. 08 (-87.5pb)	16 Mar. 10
Zona del euro	1,00	7 May. 09 (-25pb)	04 Mar. 10
Reino Unido	0,50	5 Mar. 09 (-50pb)	04 Mar. 10
República Checa	1,00	16 Dic. 09 (-25pb)	25 Mar. 10
Japón	0,10	19 Dic. 08 (-20pb)	17 Feb. 10
Noruega	1,75	16 Dic. 09 (+25pb)	24 Mar. 10
Israel	1,25	28 Dic. 09 (+25pb)	22 Feb. 10
Brasil	8,75	22 Jul. 09 (-50pb)	17 Mar. 10
México	4,50	17 Jul. 09 (-25pb)	19 Feb. 10
Chile	0,50	9 Jul. 09 (-25pb)	11 Feb. 10
Colombia	3,50	23 Nov. 09 (-50pb)	26 Feb. 10
Perú	1,25	6 Ago. 09 (-75pb)	11 Feb. 10
Turquía	6,50	19 Nov. 09 (-25pb)	16 Feb. 10
China	5,31	22 Dic. 08 (-27bp)	1Q10
Nueva Zelanda	2,50	30 Abr. 09 (-50bp)	10 Mar. 10
Australia	3,75	1 Dic. 09 (+25bp)	01 Mar. 10
India	4,75	21 Abr. 09 (-25bp)	01 Apr. 10
Sudáfrica	7,00	13 Ago. 09 (-50bp)	25 Mar. 10

Fuentes: diferentes bancos centrales, Bloomberg y JPMorgan.

trales mantendrán sus tasas de interés en cifras cercanas a cero hasta tanto no se alcance un nivel de actividad económica aceptable siempre y cuando la inflación y sus expectativas se mantengan bajo control, lo cual podría tomar buena parte de 2010. En el caso de los Estados Unidos, los analistas esperan que las tasas de interés suban entre 25 y 50 pb en el último trimestre de 2010, mientras que el mercado de futuros le asigna una probabilidad de 16% y 30% a que en noviembre de 2010 la tasa de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) se ubique en 0,25% y 0,5%, respectivamente (Gráfico 43).

Gráfico 43
Probabilidades implícitas de los mercados de futuros para la tasa de la Fed

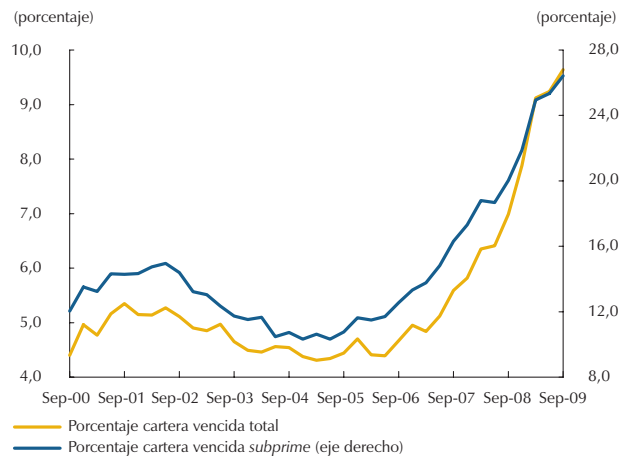


Fuentes: Bloomberg.

Pese al mejor comportamiento del mercado interbancario y la mayor dinámica bursátil, el canal de crédito no se ha restablecido plenamente en las economías avanzadas. Si bien diversas encuestas muestran que las exigencias de los bancos comerciales para otorgar crédito disminuyeron durante todo el año, sus niveles permanecieron relativamente elevados. A lo anterior se suma el hecho de que la cartera ha continuado deteriorándose (Gráfico 44) y que el desempleo se mantiene alto, complicando la reactivación tanto de la oferta como de la demanda por crédito.

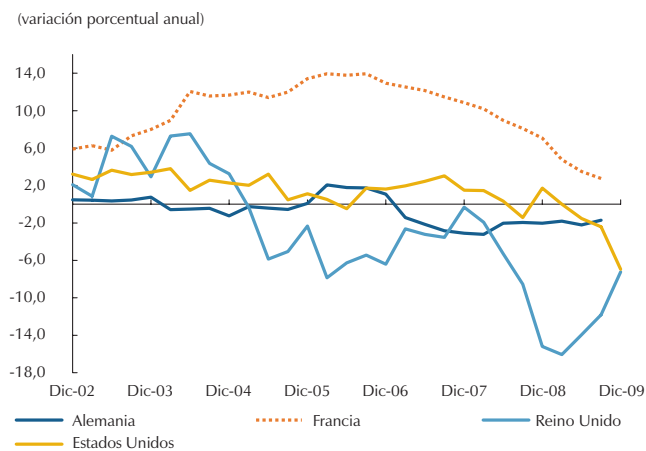
De esta manera, en las economías desarrolladas los préstamos continuaron desacelerándose e incluso con-

Gráfico 44
Cartera hipotecaria vencida en los Estados Unidos



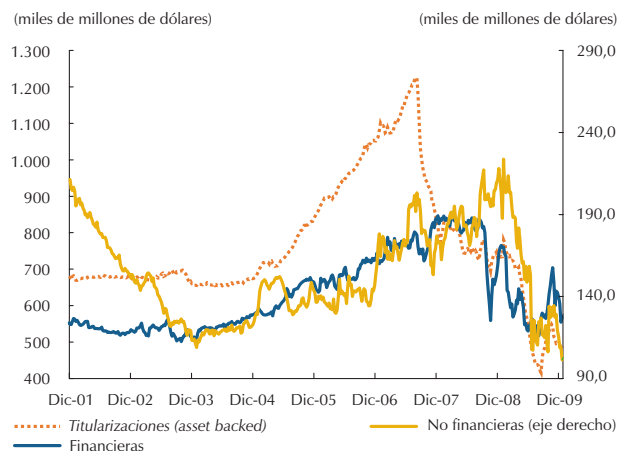
Fuentes: Bloomberg.

Gráfico 45
Crédito real de consumo total en economías desarrolladas



Fuentes: diferentes bancos centrales.

Gráfico 46
SalDOS de papeles comerciales en circulación en los Estados Unidos por tipo de emisor^{a/}



a/ series desestacionalizadas.
Fuente: Fed.

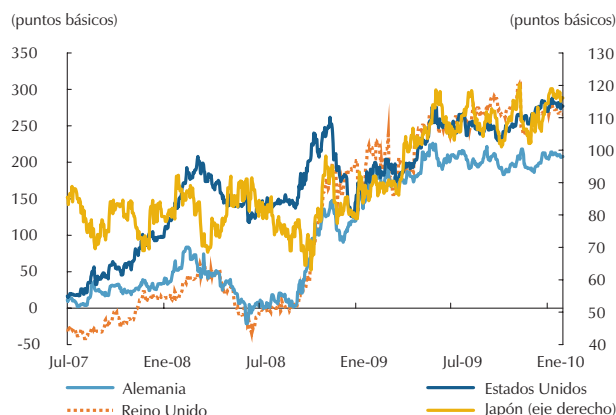
trayéndose durante el cuarto trimestre, lo que se presentó tanto en los recursos destinados al consumo como en los encaminados a financiar las actividades comerciales y la inversión (Gráfico 45). Es posible que estas tendencias se mantengan durante parte de 2010 dado el deterioro del mercado laboral, la pérdida de riqueza y los altos niveles de endeudamiento de los hogares y de apalancamiento de las instituciones financieras. En el caso de los Estados Unidos, que cuenta con un mercado de titularizaciones más desarrollado, los salDOS de papeles comerciales en circulación, que tuvieron leves repuntes en el tercer trimestre, presentaron de nuevo una caída en el cuarto. El crédito originado mediante este canal todavía es muy inferior a lo observado antes de la crisis (Gráfico 46).

Así las cosas, aunque los bancos comerciales han presentado ganancias en los últimos trimestres, éstas podrían no sostenerse y ser nuevamente golpeadas por problemas como los que al parecer pueden surgir en el sector inmobiliario comercial. Cabe señalar que dicho sector está siendo hoy en día monitoreado estrechamente por los mercados, ya que la alta inversión que se realizó en el pasado y la caída de la demanda por la crisis ha puesto en tela de juicio la materialización de ganancias. Por otro lado, aún no es claro que las pérdidas por los activos tóxicos hayan sido totalmente reflejadas en los balances de las entidades financieras.

En el mercado de deuda pública de economías desarrolladas se ha mantenido el empinamiento de las curvas de rendimiento. Los diferenciales entre los títulos de dos y diez años se incrementaron levemente en el cuarto trimestre de 2009 (Gráfico 47), lo cual estaría relacionado con el amplio déficit fiscal acumulado por estas economías y con las grandes necesidades de financiamiento que se prevén hacia mediano y largo plazos.

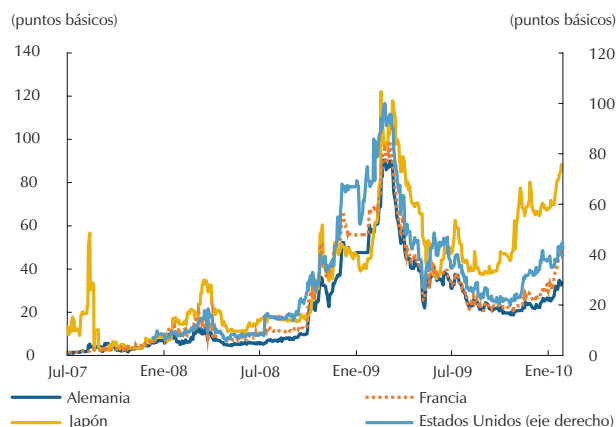
En particular, el aumento del estrés en el mercado financiero ha elevado la demanda por títulos líquidos de corto plazo, induciendo algunas caídas en este tramo de la curva, las cuales se juntan con aumentos en las tasas de largo plazo por una mayor percepción de riesgo debido a la encrucijada fiscal. Desde octubre de 2009 hubo un repunte en las primas de riesgo soberano que muy proba-

Gráfico 47
Spread de los títulos de deuda pública a 2 y 10 años



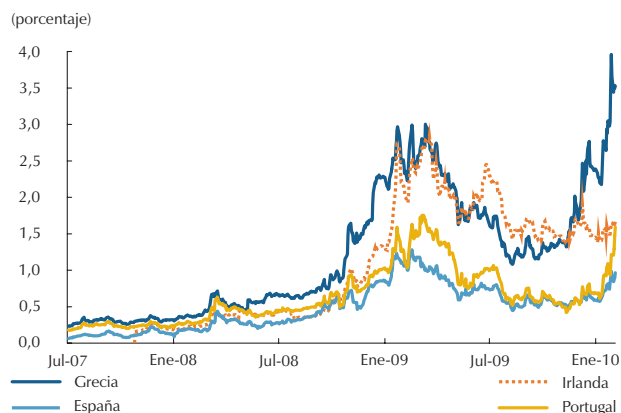
Nota: datos a 31 de enero de 2010.
Fuentes: Bloomberg.

Gráfico 48
Credit default swaps (CDS) de algunas economías
desarrolladas a/, b/



a/ Los CDS de Alemania, Japón y Francia están asociados al dólar, mientras que los CDS de los Estados Unidos lo están al euro.
b/ Datos al 31 de enero de 2010.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 49
Diferencial de la deuda soberana de diez años con Alemania



Nota: datos a 31 de enero de 2010.
Fuentes: Bloomberg.

blemente se mantendrán durante los siguientes trimestres (Gráfico 48).

Como se ha afirmado en informes anteriores, en el corto plazo las medidas fiscales que están ayudando a recuperar la actividad económica y estabilizar el sistema financiero, en el largo plazo podrían atentar contra la estabilidad macroeconómica de los países desarrollados y contra la solidez de sus monedas⁴. Esto último se estaría registrando en países como Grecia, y en menor medida en Irlanda, España y Portugal. Dichas economías, consideradas tradicionalmente como estables, estarían viendo afectada su calificación crediticia y sus primas de riesgo, debido al deterioro económico y las presiones sobre sus fiscos⁵ (gráficos 49 y 50).

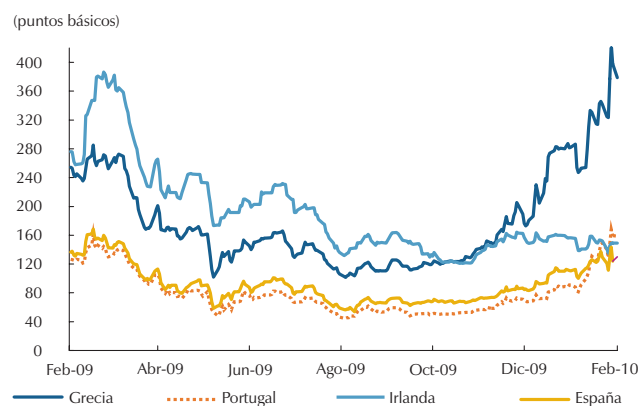
En cuanto a los mercados financieros de los países emergentes, la percepción de riesgo ha ido disminuyendo de acuerdo con las mejores perspectivas económicas. En Latinoamérica, aunque la mayoría de gobiernos ejecutaron políticas fiscales contracíclicas, éstas no deterioraron el balance de los gobiernos de manera profunda, por lo que las primas de riesgo han permanecido estables y se ubican en niveles anteriores a la quiebra de Lehman Brothers (Gráfico 51). Los menores desbalances macroeconómicos, la baja exposición de sus 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.

En ese entorno los mercados accionarios de países emergentes han continuado recuperándose, siguiendo la dinámica mundial de mayor demanda por instru-

4 Entre diciembre de 2009 y enero de 2010 el euro se debilitó frente al dólar cerca de 9%, pasando de alrededor de US\$1,5 por euro a US\$1,37.

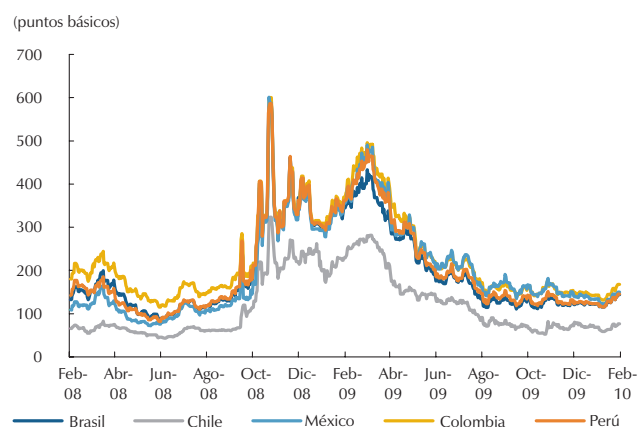
5 En muchos países la crisis económica provocó unos déficits presupuestarios por encima del límite regulado por la Comisión Europea (3%); así, esta institución propuso establecer plazos para frenar esto. El déficit de los países de la zona del euro fue del 0,8% del PIB en 2007 y del 2,3% en 2008. Las previsiones indican que este año se va a triplicar (hasta el 6,9%), y que alcanzará el 7,5% en 2010. La Comisión ha instado a Grecia a actuar de inmediato, ya que no ha hecho lo suficiente para cerrar la brecha, pues su caso es el más crítico, ya que se prevé un déficit cercano al 13% este año, bastante más que lo calculado anteriormente.

Gráfico 50
Credit default swaps (CDS) a cinco años de países de Europa occidental



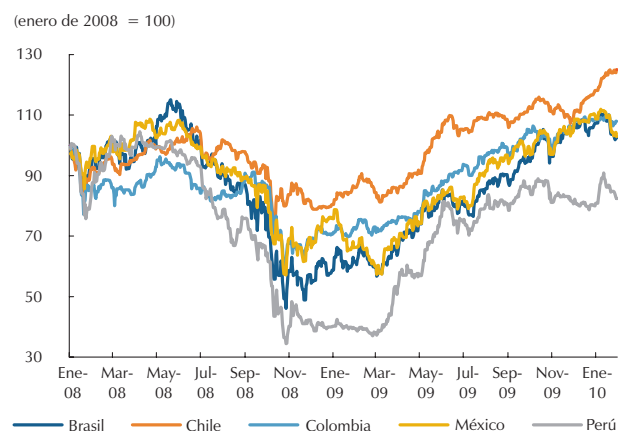
Fuentes: Bloomberg.

Gráfico 51
Credit default swaps (CDS) a cinco años en Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 52
Índices accionarios, Latinoamérica



a/ Datos al 31 de enero de 2010.
Fuente: Bloomberg.

mentos de renta variable. Durante el último trimestre de 2009 las ganancias observadas por los índices bursátiles en Asia y Latinoamérica se situaron entre 10% y 20% (gráficos 52 y 53). Dentro de los países de la región los que mejor desempeño presentaron fueron Brasil, México y Colombia. En el caso de los países asiáticos se destaca el crecimiento de las bolsas de India y China.

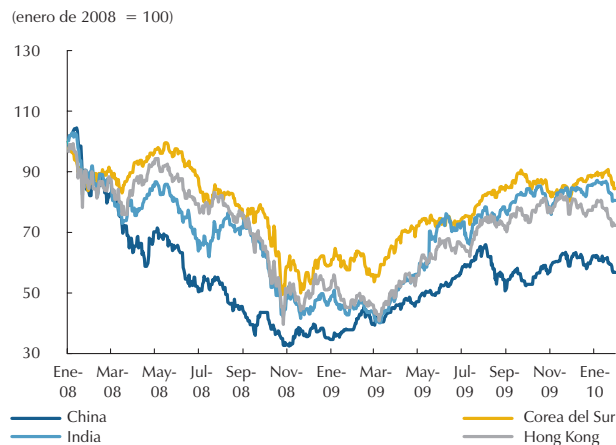
Sin embargo, al igual que los países industrializados, las bolsas emergentes presentaron algunas correcciones importantes en enero de 2010. El caso más notorio se dio en China, en donde temores sobre burbujas en activos (acciones y precios de propiedades) condujeron a las autoridades monetarias a endurecer un poco el régimen monetario a finales de diciembre del año pasado⁶. Las medidas buscan reducir la liquidez generada por los estímulos monetarios con fin de contener el excesivo crecimiento del crédito en esta economía (Gráfico 54). Pese a esto la tasa de intervención del Banco Central de China se mantuvo inalterada. Aparte de China, los retrocesos de los mercados bursátiles de las economías emergentes durante las primeras semanas de 2010 han sido menos marcados frente a lo sucedido en las bolsas de los Estados Unidos y Europa.

Con respecto a las monedas de los países emergentes, desde marzo de 2009 se presentó una tendencia de apreciación generalizada frente al dólar, aunque con un período de estabilización en el último trimestre (Gráfico 55). En los países de la región este comportamiento se observó en mayor medida en Brasil y Chile. En el caso del peso colombiano su apreciación frente al dólar ascendió a 10% en 2009. Durante las primeras semanas de 2010 esta divisa fluctuó poco, alrededor de \$2.000 por dólar.

Un hecho notorio fue la decisión del gobierno de Venezuela de devaluar su tasa de cambio. Así, ese país se rige ahora por tres tasas de cambio: \$2,6 bolívares por dólar para importaciones prioritarias, como por ejemplo alimentos y medicinas; \$4,3 bo-

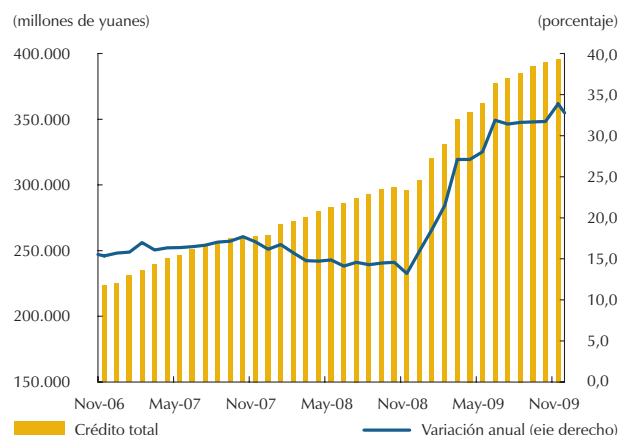
6 El Banco Central de China emitió bonos y aumentó los niveles de las reservas que los bancos privados deben tener.

Gráfico 53
Índices accionarios, Asia



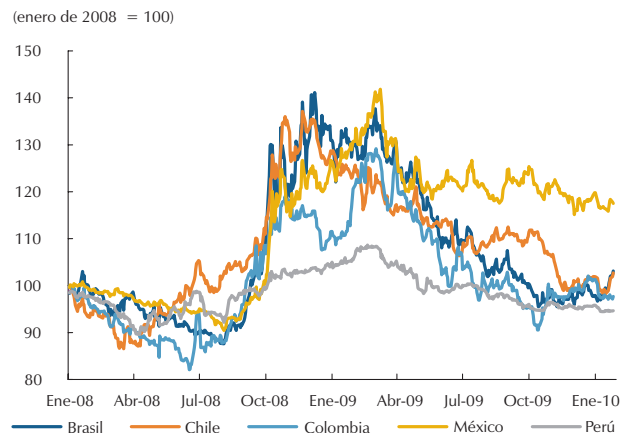
a/ Datos al 31 de enero de 2010.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 54
Crédito total en China



Fuente: Banco Central de la República Popular China.

Gráfico 55
Índice de tasas de cambio en América Latina^{a/}



a/ Datos al 31 de enero de 2010.
Fuente: Datastream.

lívares por dólar para exportaciones e importaciones no prioritarias, y por último, la que se define en el mercado paralelo. Adicionalmente, se redujo el nivel óptimo de reservas internacionales de su banco central: por el momento se ubica en US\$30 mil millones (mm), luego de que en los últimos meses se transfirieran alrededor de US\$7 mm al Fondo de Desarrollo Nacional (Fonden) para ejecutar obras públicas, según criterio discrecional.

En síntesis, aunque algunas condiciones financieras han mejorado de manera importante tanto en países desarrollados como en emergentes, la incertidumbre sobre los mercados aún persiste. A esto se suman los efectos sobre las primas de riesgo, ocasionados por el fuerte aumento de las deudas de los gobiernos de las economías desarrolladas. Esto probablemente repercutirá en un alza de las tasas de interés de las emisiones públicas, en caso de que el gasto en estos países no se reduzca o su ingreso no aumente en un período prudencial (quizá no más de un año). Hacia futuro mayores necesidades de financiamiento de las economías desarrolladas podrían desembocar en una reducción de los flujos de capital hacia economías emergentes y en una elevación de sus costos de financiamiento.

Cuando se escribía este informe la situación fiscal de Grecia estaba generando una inestabilidad inusual en los mercados, con repercusiones en la percepción de riesgo de otros países europeos como España, Portugal e Italia. Es necesario seguir de cerca la evolución de estos acontecimientos, ya que de la manera como se resuelvan puede depender la estabilidad económica de Europa y de otras economías altamente endeudadas, al igual que la solidez de sus monedas, con el euro a la cabeza.

B. MERCADOS FINANCIEROS INTERNOS

En noviembre de 2009 el panorama macroeconómico sugería una nueva reducción de la tasa de interés de política. En primer lugar, la inflación anual se desaceleraba a un ritmo mayor que lo esperado y era probable que finalizara el año con un registro inferior a 3%. Las expectativas a todos los plazos se ubicaban

dentro del rango meta de inflación de largo plazo. Por su parte, la mayoría de los indicadores de actividad real no mostraban una profundización en la caída de la actividad económica, pero tampoco señalaban un crecimiento generalizado. A lo anterior se sumaba que la cartera en moneda nacional se seguía desacelerando. En el contexto externo la economía mundial se recuperaba en un ambiente con impulsos monetarios y fiscales, aunque al tiempo las exportaciones colombianas hacia Venezuela presentaban una fuerte caída, y las proyecciones de crecimiento para dicho país entraron en terreno negativo. Por lo anterior, en noviembre la JDBR redujo su tasa de interés de referencia en 50 pb, ubicándola en 3,50%. Dicha reducción buscaba afianzar la recuperación de la economía y reducir los efectos negativos de la caída del comercio con Venezuela.

Como se mostrará en el desarrollo de este capítulo, la reducción en la tasa de interés de política se transmitió a las diferentes tasas de interés de depósitos y de crédito. Por su parte, los agregados monetarios y la cartera, que se habían desacelerado a lo largo del año, en diciembre y comienzos de enero dieron señales de estabilización. De hecho, modalidades como la cartera hipotecaria siguieron creciendo a buen ritmo, y la de consumo mostró algunos indicios de reactivación. Adicionalmente, el riesgo de crédito se estabilizó, e incluso modalidades como consumo e hipotecario registraron mejoras en su calidad de cartera. Con relación al endeudamiento externo del sector privado, la recuperación en los niveles continuó, aunque las variaciones anuales aún son negativas.

Por otra parte, las encuestas realizadas por el Banco de la República y aplicadas a los oferentes y demandantes de crédito reflejan mejores perspectivas para 2010. Según estos sondeos, los bancos aumentaron su disposición para otorgar crédito, al tiempo respondieron que no incrementarán sus exigencias al momento de asignar un nuevo préstamo. En cuanto a los demandantes, las encuestas sugieren que la mayoría de los agentes perciben que hay una alta disponibilidad de crédito.

1. Agregados monetarios

Los agregados monetarios, que en gran parte de 2009 venían registrando una fuerte desaceleración, a finales de 2009 y comienzos de 2010 mostraron señales de estabilización en su tasa anual de crecimiento, en niveles superiores a la inflación y cercanos al crecimiento económico nominal estimado para el presente año.

La base monetaria, que generalmente presenta un aumento estacional a final de año, se incrementó \$6,4 b en el cuarto trimestre y terminó en 2009 con un saldo de \$39,5 b. Dicho crecimiento fue equivalente a la liquidez generada por la reducción de depósitos del Gobierno nacional en el Banco de la República. Por otra parte, cumpliendo con lo anunciado por la JDBR el pasado 23 de octubre, el Emisor suministró liquidez adicional por \$3 b mediante la compra de TES en el mercado secundario. Este monto fue compensado por la reducción de la demanda de operaciones de liquidez de expansión y contracción del sistema financiero (Cuadro 5).

Cuadro 5
Fuentes de la base monetaria
(miles de millones de pesos)
variación trimestral

Concepto	2009				
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Total
I. Gobierno	(3.945)	(4.784)	2.474	6.424	169
Traslado de utilidades ^{a/}	0	0	0	0	0
Pesos	0	0	0	0	0
Depósitos en el Banco de la República	(3.945)	(4.784)	2.474	6.424	169
					0
II. TES Regulación	(501)	(20)	(4)	2.968	2.444
Compras definitivas	0	0	0	3.000	3.000
Ventas definitivas	(499)	0	0	0	(499)
Vencimiento	(1)	(20)	(4)	(32)	(57)
					0
III. Operaciones de liquidez del Banco de la República	1.698	5.438	(4.362)	(3.068)	(293)
Expansión ^{b/}	1.194	4.484	(2.690)	(4.075)	(1.087)
Contracción	505	954	(1.672)	1.007	794
					0
IV. Divisas ^{c/}	(460)	369	354	0	264
Opciones <i>put</i> para control de volatilidad	429	369	354	0	1.152
Opciones <i>call</i> para control de volatilidad	(888)	0	0	0	(888)
Opciones para acumulación de reservas	0	0	0	0	0
Subasta de compra directa	0	0	0	0	0
Intervención discrecional	0	0	0	0	0
Venta de divisas al Gobierno	0	0	0	0	0
					0
V. Otros ^{d/}	242	190	194	137	763
Variación total de la base	(2.965)	1.194	(1.343)	6.462	3.347
Saldo base monetaria	33.228	34.422	33.078	39.540	39.540

a/ El 27 de febrero de 2009 se giraron las utilidades al Gobierno en dólares (US\$320,4 m - \$818,6 mm). El 28 de febrero de 2007 se giraron las utilidades del Gobierno en dólares (US\$533 m - \$1,186 mm).

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

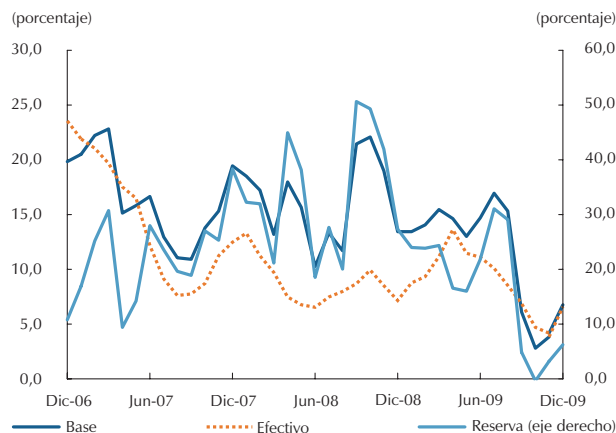
c/ No se incluyen las operaciones con organismos internacionales.

d/ Dentro del rubro "Otros" se incluye el efecto monetario del PyG del Banco de la República, así como el efecto monetario de los depósitos por endeudamiento y portafolio externos.

Fuente: Banco de la República.

De esta forma, en el pasado diciembre la demanda promedio mensual de la base monetaria registró un incremento anual de 6,6%, cifra que representa una aceleración del agregado si se compara con el crecimiento anual observado en octubre (2,8%). De todos modos, el aumento de diciembre fue inferior a la

Gráfico 56
Base monetaria por usos
(variación anual del promedio mensual)



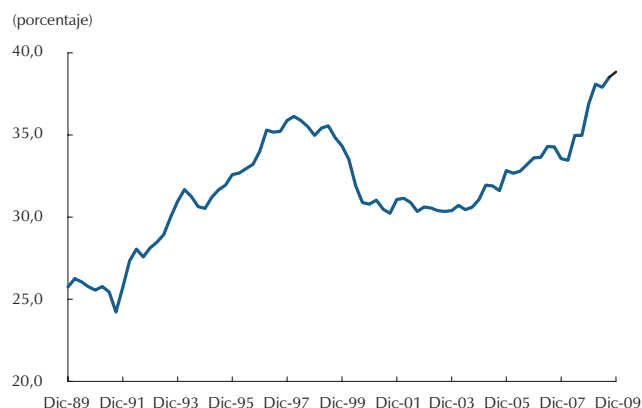
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 57
M3, total depósitos (PSE) y efectivo datos semanales



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

Gráfico 58
M3 a PIB, 1989 a 2009



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

tasa de crecimiento anual promedio observada entre junio de 2007 y agosto de 2009 (15,2%)⁷, período en el cual se tenían mayores exigencias de encaje. La menor actividad económica fue otro factor que contribuyó a la moderación del aumento de la base monetaria (Gráfico 56).

Por componentes de la base monetaria, se observó una ligera aceleración de la demanda de efectivo y un incremento en la reserva bancaria generado, en parte, por la recomposición de los depósitos. En efecto, desde septiembre pasado los depósitos con mayor requerimiento de encaje⁸ vienen presentando las mayores tasas de crecimiento. A diciembre el promedio mensual de las cuentas de ahorro y las cuentas corrientes se incrementaron 12,5% y 10,2%, respectivamente, mientras que las captaciones de CDT y los bonos lo hicieron a un ritmo de 5,6%.

El agregado monetario más amplio (M3) descendió de 16,9% a finales de junio, a 7,7% al cierre de 2009. Este comportamiento fue liderado por su principal componente, los pasivos sujetos a encaje (PSE), que en el mismo lapso descendió de 17,8% a 8,0%. Sin embargo, desde mediados de diciembre y hasta la tercera semana de enero de 2010 tanto los PSE como el M3 han dado signos de estabilización, período durante el cual las tasas de crecimiento anual fluctuaron alrededor de 7,7% y 7,4%, respectivamente (Gráfico 57).

En el segundo semestre de 2009 en términos reales (excluyendo IPC sin alimentos), la variación anual de M3 disminuyó de 11,6% a 5,2%. Pese a esto, el agregado continuó aumentando más que la actividad económica y la relación M3/PIB se encuentra en el máximo nivel calculado desde diciembre de 1989 (Gráfico 58).

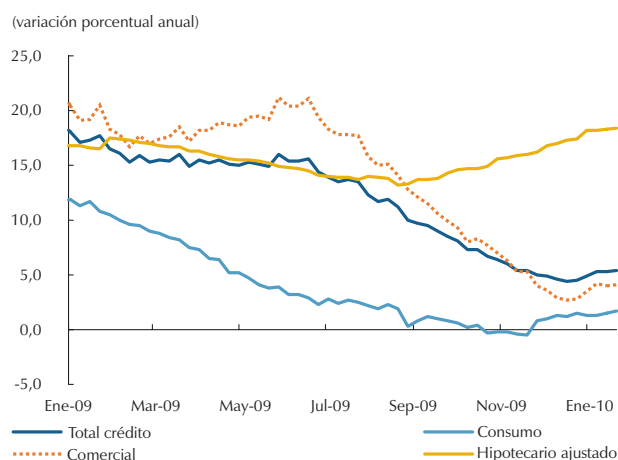
⁷ Los requerimientos de encaje se aumentaron en 2007 y 2008.

⁸ Porcentajes de encaje vigente: 11% para cuentas corrientes, depósitos de ahorro y los demás depósitos a la vista, y 4,5% para CDT y bonos con plazo de emisión inferior a 180 días. JDBR, Resolución Externa 011 de 2008.

2. Crédito

En diciembre y las primeras tres semanas de enero el crecimiento de la cartera bruta más *leasing* en moneda nacional se estabilizó, después de la fuerte desaceleración registrada en los cinco meses anteriores. En efecto, entre junio y noviembre la cartera bruta total pasó de crecer en términos anuales 14,4% a 5,0%, y entre el 27 de noviembre y el 22 de enero, dicha tasa se estabilizó alrededor de 4,9%. Este comportamiento fue liderado por la cartera comercial, que en el mismo tiempo creció 19,4%, 4,0%, y 4,1%.

Gráfico 59
Cartera bruta con *leasing* en moneda legal
(datos semanales)

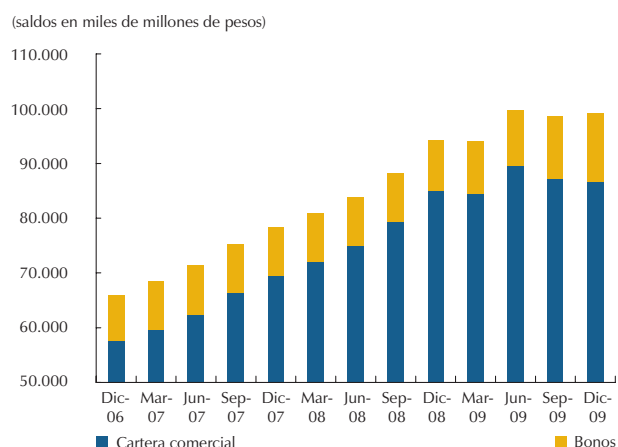


a/ Deflactado por el IPC sin alimentos.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Por componentes de la cartera, los aumentos de la hipotecaria⁹ compensaron los bajos crecimientos de la cartera comercial y la de consumo. Entre septiembre y la tercera semana de enero el crecimiento anual del crédito hipotecario se aceleró de 14,6% a 18,4%, mientras que la cartera comercial descendió de 9,3% a 4,1%, con un mínimo a mediados de diciembre de 2,7%. Por su parte, el crédito de consumo siguió con su lenta recuperación, y al 22 de enero registró una variación anual de 1,7% (Gráfico 59).

En el segundo semestre, en términos reales, la cartera total disminuyó de 10,5% a 1,6%, la comercial de 15,6% a 0,5% y la de consumo y microcrédito de 1,7% a 0,6%. La hipotecaria aumentó de 8,2% a 12,1%.

Gráfico 60
Cartera comercial en moneda legal más deuda corporativa



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

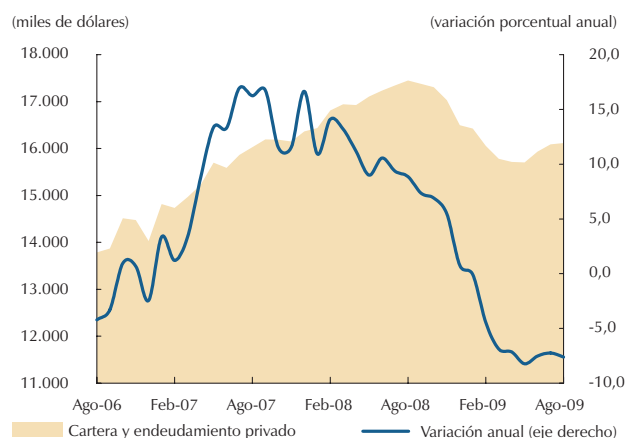
En 2009 la emisión de deuda corporativa por parte de grandes empresas fue importante y explicó en parte la desaceleración de la cartera comercial. De esta forma, el saldo del agregado cartera comercial más bonos¹⁰ permaneció relativamente estable durante el segundo semestre y en diciembre creció a una tasa nominal y real de 5,3% y 2,9%, respectivamente (Gráfico 60).

En lo que corresponde al crédito externo al sector privado, éste continuó con una tasa negativa de crecimiento, pero su nivel mostró señales de recuperación. Entre septiembre y noviembre de 2009 su variación anual pasó de -7,5% a -7,6%. En cuanto a montos, en el mismo lapso, el crédito externo total aumentó

9 Incluye el saldo de las titularizaciones hipotecarias en poder del sistema bancario. El impulso está asociado, en parte, con los subsidios a la tasa de interés dados por el Gobierno mediante el Decreto 1143 de 2009 del Ministerio de Hacienda.

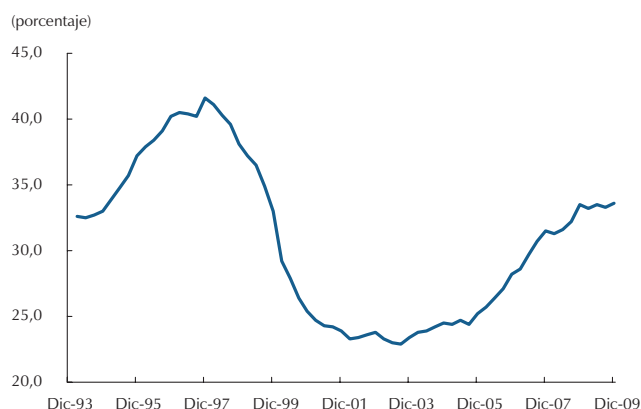
10 Cálculos estimados por el Banco de la República con cifras de la Superintendencia Financiera.

Gráfico 61
Agregado de la cartera en m/e y endeudamiento del sector privado no financiero



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

Gráfico 62
Cartera total con bonos/PIB



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

US\$184 m y en diciembre la banca local elevó su saldo en moneda extranjera en US\$56 m (Gráfico 61).

Pese a la desaceleración promedio del crédito registrada en 2009, su evolución fue similar a la actividad económica. En efecto, el agregado de crédito (cartera en moneda nacional y extranjera más la colocación de bonos del sector real) relativo al PIB se mantuvo estable en 2009, y continuó en el máximo nivel observado en la presente década. Similar conclusión se obtiene cuando se divide el crédito entre aquel otorgado a los hogares o a las empresas (Gráfico 62).

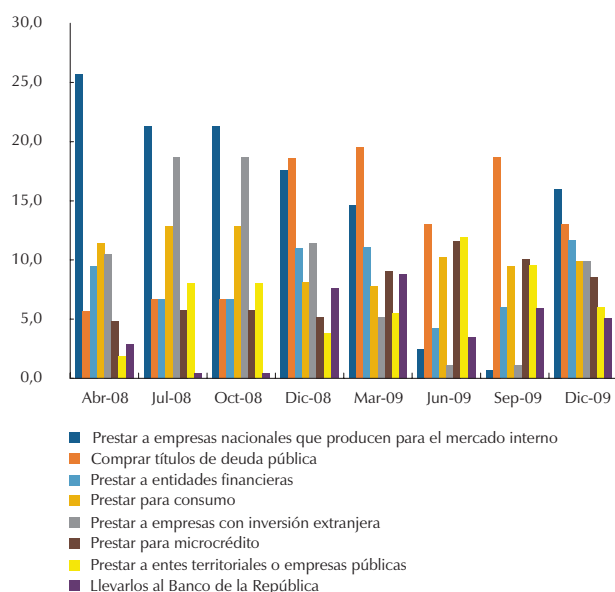
En cuanto a las perspectivas sobre la evolución del crédito en 2010, las diferentes encuestas aplicadas, tanto a los oferentes como a los demandantes de crédito sugieren que podría presentarse una mejora en esta actividad.

Por el lado de la oferta de crédito, con corte a diciembre de 2009, la encuesta trimestral que aplica el Emisor al sistema financiero mostró un aumento en su disposición para ofrecer crédito. Así, tienen como primera opción para la colocación de excesos de liquidez otorgar crédito, especialmente a empresas que producen para el mercado interno. Esta opción desplazó a la inversión en TES, que era líder desde diciembre de 2008 (Gráfico 63). También manifestaron que una mayor demanda de crédito podrá ser atendida sin problemas, y en su mayoría no consideran necesario aumentar los requerimientos para préstamo.

Por el lado de la demanda de crédito, la encuesta aplicada a empresarios, grandes comerciantes, transportadores y servicios de comunicación, analistas financieros, académicos y sindicatos, también sugiere que la disponibilidad de crédito es alta y que dicha tendencia continuará en el presente semestre (Gráfico 64).

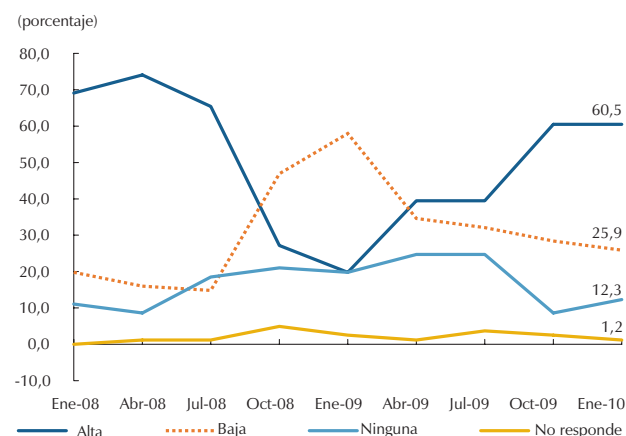
Las anteriores respuestas son consecuentes con la aceleración observada en el ritmo de desembolsos. Exceptuando los créditos ordinarios, los demás nuevos préstamos registran aumentos importantes. Al 15 de enero el promedio móvil de orden cuatro de los desembolsos preferenciales, de tesorería y para la construcción crecieron, a tasas anuales, 81,7%, 64,3% y 55,7%, en su orden (Gráfico 65). En cuanto a los desembolsos ordinarios que mostraban tasas negativas, ya entraron en terreno positivo (7,5%) (Gráfico 65). En el caso de los hogares, a la misma fecha, los desembolsos para vivienda aumentaron 66,1% y los de consumo más tarjeta de crédito, 25,6% (Gráfico 66).

Gráfico 63
Si en la actualidad su entidad financiera contara con excesos de recursos, ¿cuáles serían los usos más probables de éstos? (Escoja cinco opciones y enumere en orden jerárquico según su importancia, siendo 1 la más relevante)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 64
Percepción actual de la disponibilidad de crédito



Fuente: Banco de la República.

El riesgo de la cartera total también se estabilizó en niveles que se pueden considerar como bajos. La calidad de la cartera de consumo y la hipotecaria mejoró y, a pesar de que en la comercial se observó un leve deterioro, continúa siendo la de mejor calificación (Gráfico 67, paneles A y B).

3. Tasas de interés

El 23 de noviembre la JDBR decidió disminuir 50 pb la tasa de intervención, para situarla en 3,5%. En las sesiones de diciembre de 2009 y enero de 2010 no se modificó la tasa de interés de política. Así, desde diciembre de 2008 se acumuló una reducción de 650 pb.

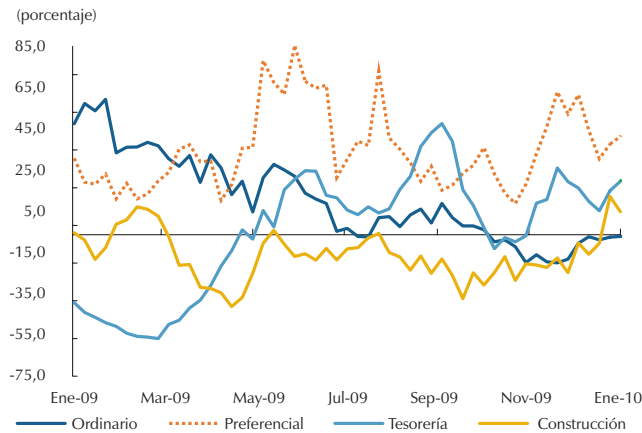
Los principales hechos que motivaron la más reciente reducción en la tasa de interés de intervención fueron: i) una desaceleración de la inflación mayor que la esperada y expectativas de la misma dentro del rango meta de inflación de largo plazo (2% a 4%); ii) un crecimiento económico más lento que lo estimado y una cartera que continuaba desacelerándose, y iii) una caída del comercio con Venezuela y una proyección de crecimiento para dicho país que se preveía negativo. De esta forma, el nuevo nivel de la tasa debería contribuir a afianzar la recuperación de la actividad económica y a aminorar los efectos adversos generados por la caída del comercio con Venezuela.

El recorte de la tasa de política se sigue transmitiendo a las tasas de interés del mercado interbancario, de depósitos y de crédito. Las interbancarias a un día se redujeron e incluso a diciembre llegaron a estar 50 pb por debajo de la tasa de referencia. Dos motivos generaron que el Banco de la República se volviera temporalmente deudor neto del sistema financiero y provocaran la sobrereacción de las tasas de interés interbancarias. El primero

fue la disminución de los depósitos del Gobierno en el Emisor, liquidez que terminó formando parte de los depósitos del sistema financiero. El segundo fue la expansión permanente generada por el Banco mediante la compra en el mercado secundario de TES. No obstante, en lo corrido de enero los excesos de liquidez se han reducido y las tasas TIB e IBR¹¹ se acercaron a la tasa de política, al registrar promedios en la tercera semana de enero de 3,33% y 3,29%, respectivamente (Gráfico 68).

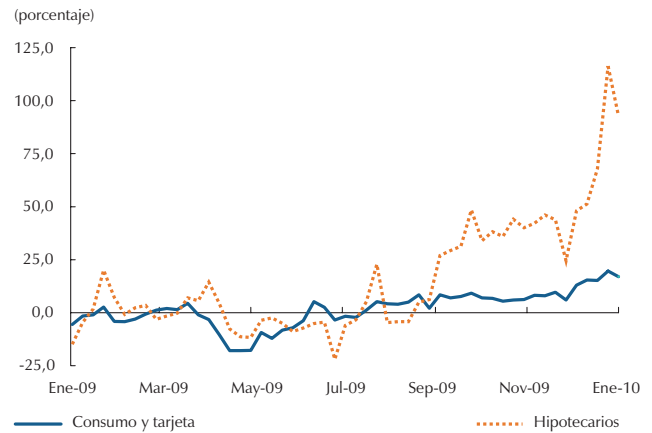
11 TIB: tasa interbancaria; IBR: indicador bancario de referencia *overnight*.

Gráfico 65
Desembolsos crédito comercial en M/N, variación anual de promedio semanal de orden 4



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

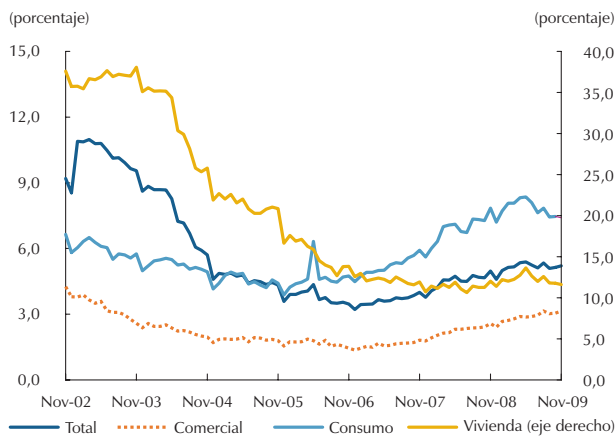
Gráfico 66
Desembolsos de crédito para hogares en M/N, variación anual de promedio semanal de orden 4



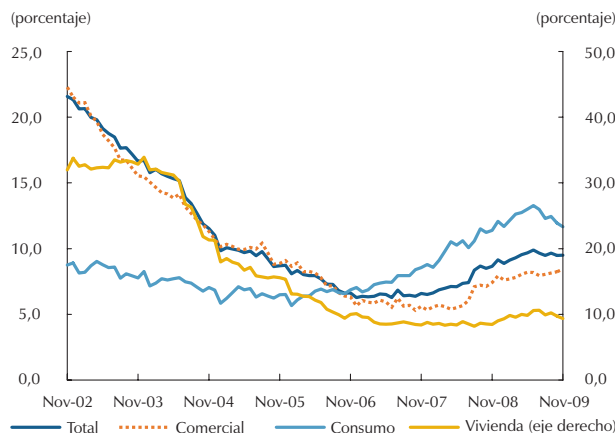
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 67

A. Cartera vencida

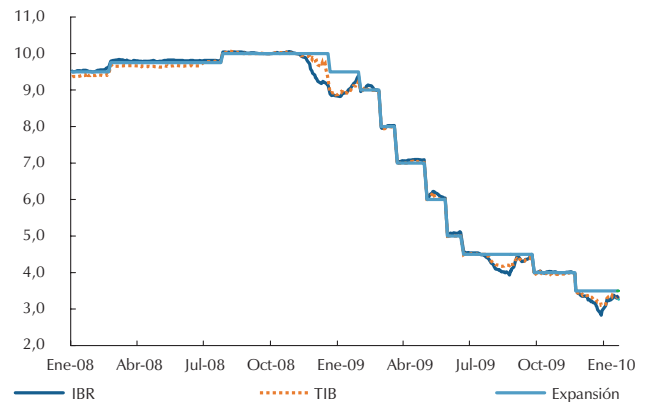


B. Riesgo de cartera



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

Gráfico 68
Tasa de política, IBR y TIB



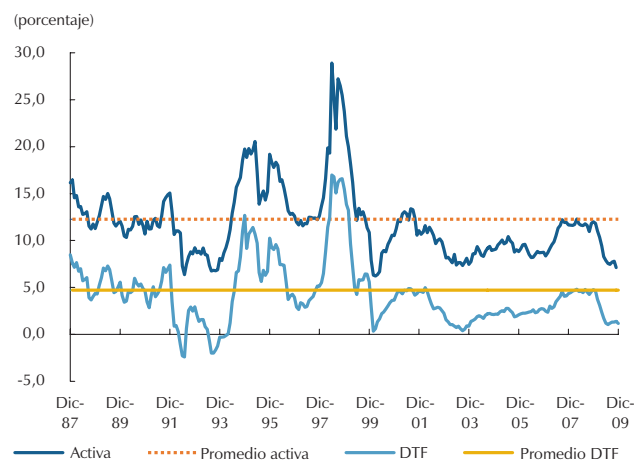
Nota: datos a 22 de enero de 2010.

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

Con respecto al mercado de depósitos, en los últimos tres meses (23 de octubre de 2009 a 22 de enero del presente año) las tasas de interés ponderadas para el total de captaciones de CDT, la DTF y la de ahorros disminuyeron, en su orden, 70 pb, 35 pb y 40 pb. (Cuadro 6).

En el mismo trimestre se dio una situación similar con las tasas de interés de crédito, en donde la mayoría de sus modalidades se contrajeron más que la disminución de 50 pb en la tasa de interés de referencia. En la cartera comercial las mayores reducciones las registraron las tasas de interés de crédito preferencial (-108 pb) y ordinario (-83 pb), seguidas por las de tesorería (-42 pb) y constructores (-34 pb).

Gráfico 69
Tasas reales activa y DTF



Fuente: Banco de la República.

Para los hogares las tasas de interés asignadas mediante tarjeta disminuyeron 166 pb, las de consumo -99 pb y la de créditos hipotecarios -57 pb (Cuadro 6). Un factor que también contribuyó al descenso de las tasas de interés de tarjetas de crédito y, en menor medida, a la baja en la tasa de consumo, fue la reducción de 171 pb en la tasa de interés de usura.

Cuando se descuenta de las tasas activas y pasivas la inflación sin alimentos, se observan tasas de interés reales que se pueden calificar como históricamente bajas. A diciembre la DTF real y la tasa de colocación promedio real se situaron, en su orden, en 1,17% y 6,81% (Gráfico 69).

Cuadro 6
Tasas de interés nominales
promedio semanal

	19 Dic. 08	23 Oct. 09 (porcentaje)	22 Ene. 10	Variación (puntos básicos)	
				Trimestral	Acumulada
Mercado interbancario					
Tasa de política	10,0	4,0	3,5	(50)	(650)
TIB	9,3	4,0	3,3	(66)	(597)
IBR ^{a/}	9,1	4,0	3,3	(73)	(585)
Mercado de depósitos					
CDT total	10,7	5,0	4,3	(70)	(640)
CDT corporativo	11,2	5,2	4,3	(93)	(688)
CDT oficinas	9,8	4,7	4,2	(44)	(556)
DTF	10,3	4,5	4,1	(35)	(623)
Depósitos de ahorro	5,0	2,6	2,2	(40)	(274)
Mercado de crédito					
Cartera comercial					
Crédito ordinario	17,8	11,5	10,6	(83)	(711)
Crédito preferencial	16,0	8,4	7,4	(105)	(865)
Crédito de tesorería	15,8	7,8	7,4	(42)	(836)
Crédito para constructores de vivienda	16,8	11,3	10,9	(34)	(590)
Cartera hogares					
Crédito hipotecario	17,3	14,2	13,6	(57)	(370)
Crédito de consumo	25,5	21,1	20,1	(99)	(548)
Crédito con tarjeta	31,0	25,6	23,9	(166)	(713)
Tasa de usura	31,5	25,9	24,2	(171)	(732)

a/ Indicador bancario de referencia *overnight*.

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

Gráfico 70
Tasas de interés TES cero cupón



Nota: Datos al 22 de enero de 2010.
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; cálculos del Banco de la República.

4. Otros activos

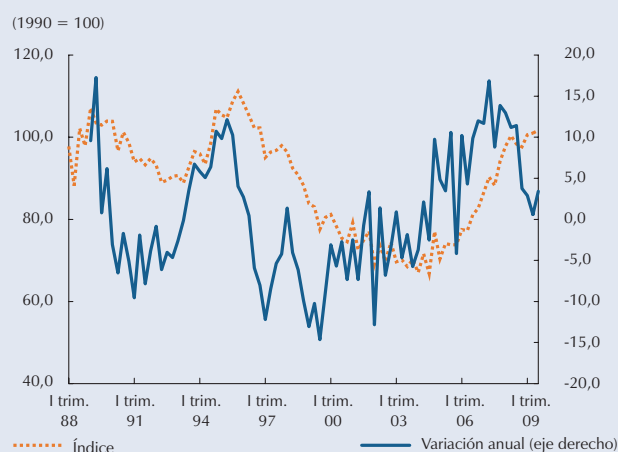
En el cuarto trimestre de 2009 las cotizaciones del mercado accionario siguieron al alza y culminaron el año con una valorización promedio cercana a 50%. Dicho auge se prolongó hasta 19 de enero, cuando el índice general de la Bolsa de Colombia (IGBC) registró un máximo histórico de 11,781. Este desempeño que se ha dado en varios países emergentes, también se explica por motivos internos como la política monetaria expansiva, la recuperación de la actividad económica y la menor inflación. Adicionalmente, factores externos como la recuperación de las economías industrializadas, así como el incremento de los precios de las materias primas y la menor percepción de riesgo de los países emergentes también han contribuido a la valorización del índice accionario.

Los títulos de deuda pública, que se habían valorizado en octubre y noviembre, cambiaron dicha tendencia, especialmente en enero. Además del reciente incremento en las tasas de interés de los TES, su curva de rendimientos continúa empinada, hecho que se observó a lo largo de 2009. Factores como la preferencia de los agentes por la parte corta de la curva, junto con mayores necesidades de financiamiento del Gobierno, podrían explicar parte de dicho comportamiento (Gráfico 70). Otros factores internacionales recientes que han incidido negativamente en el mercado interno de acciones y de deuda pública han sido: i) la toma de utilidades por el temor a medidas tendientes a enfriar la actividad económica en China; ii) las propuestas sobre mayor regulación del sistema financiero en los Estados Unidos, y iii) la percepción creciente de riesgo para las deudas públicas de Grecia, Portugal, Italia y España.

LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA USADA

El índice de precios de la vivienda usada (IPVU) relativo al IPC continuó acercándose a su máximo nivel registrado en 1995, aunque su ritmo de aumento real anual se viene desacelerando desde mediados de 2007. En efecto, mientras que entre 2006 y 2008 el IPVU presentó un aumento real anual promedio cercano a 10%, en lo corrido de 2009 hasta septiembre lo hizo a un ritmo de 2,3% anual (Gráfico A).

Gráfico A
Índice de precios de la vivienda usada relativo al IPC total
trece ciudades, I trim. 88 a III trim. 09



Fuente: Banco de la República.

El actual ciclo de expansión en el precio de la vivienda usada ha sido más prolongado que el observado en los años noventa, pero sus ritmos de crecimiento real anual promedio son similares. En la década pasada el mayor aumento del IPVU se dio en dos años y medio (junio de 1993 a diciembre de 1995), cuando se acumuló 25% de incremento real, con un promedio anual de 9,3%. La actual fase de expansión lleva ya cuatro años (septiembre de 2004 a septiembre de 2009), acumulando 50,2% de aumento en el IPVU, y con un promedio real anual de 10,3%.

Por lo anterior, es probable que en el presente año el IPVU entre en una fase de estabilidad o de aumentos modera-

dos. Adicionalmente, pese a que su nivel actual se puede considerar como históricamente alto, existen varias razones por las cuales es factible que el IPVU no presente una caída como la registrada hacia finales de la década pasada.

En primer lugar, la actual valorización en el precio de la vivienda partió desde el nivel histórico más bajo del índice: 2004-sep. IPVU = 66,8. El mínimo observado en los años noventa fue más alto: 1993-jun. IPVU = 88,9. Esta menor base de comparación da mayor sustento a fuertes incrementos del indicador.

Otro aspecto por considerar es que la actual expansión de la vivienda se ha dado con un menor financiamiento. A diferencia del auge registrado en la década pasada, cuando la financiación de vivienda llegaba hasta el 80%, esta vez el monto del crédito habitacional no supera el 70% de su valor comercial. Adicionalmente, las actuales cuotas mensuales aportan a capital desde el primer momento del crédito, hecho que no permite el crecimiento real de la deuda. Por su parte, el indicador de cartera hipotecaria ajustada como proporción del PIB está en niveles muy inferiores a los presentados en el pasado auge de la construcción. En este contexto, la mayor proporción de fondos propios en la adquisición de vivienda hace más sostenible sus precios, y los vuelve menos susceptibles a choques externos como el ocurrido a finales de los noventa, cuando una salida abrupta de capitales generó problemas de financiamiento interno y aumentos en las tasas de interés, los cuales contribuyeron a generar la crisis hipotecaria.

Finalmente, a pesar de la debilidad de la economía registrada en 2009, los ingresos de los agentes se han visto menos comprometidos que lo sucedido en la recesión de 1999. Si bien el desempleo ha aumentado, el actual nivel es mucho menor que el registrado en el período de la crisis hipotecaria. De igual forma, las tasas de interés en pesos para crédito de vivienda se han reducido y, en términos reales, se pueden calificar como históricamente bajas. Para los créditos indexados a la UVR, la reducción de la inflación se ha reflejado en un alivio de la cuota y en un menor ritmo de ajuste de la deuda.

III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

En el cuarto trimestre la economía mundial continuó recuperándose, liderado por las emergentes, en particular las economías de Asia.

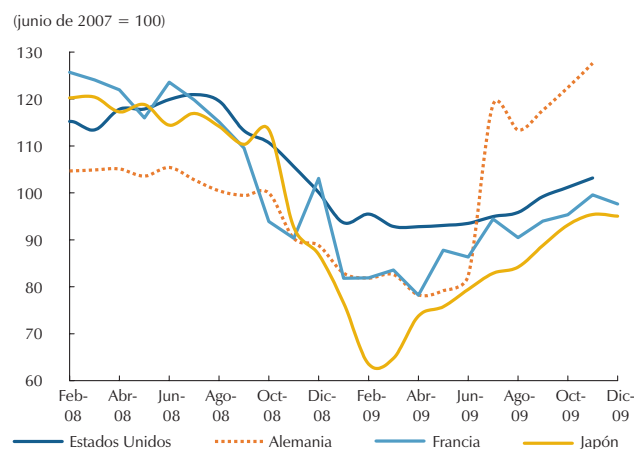
Para 2010 se prevé que la economía colombiana crecerá entre 2% y 4%, aunque con una mayor probabilidad en la mitad inferior de dicho rango.

Teniendo en cuenta episodios anteriores del fenómeno de El Niño, se espera que su impacto sobre los precios de alimentos y regulados se centre en el segundo y tercer trimestres, pero que vuelvan a descender a finales de año y hasta comienzos de 2011.

El análisis de riesgo, resumido en el *Fan chart* indica que existe una alta probabilidad de que la inflación termine en el año 2010 dentro del rango meta de largo plazo fijado por la JDBR (entre 2% y 4%).

A. CONTEXTO EXTERNO

Gráfico 71
Exportaciones totales en dólares, economías desarrolladas



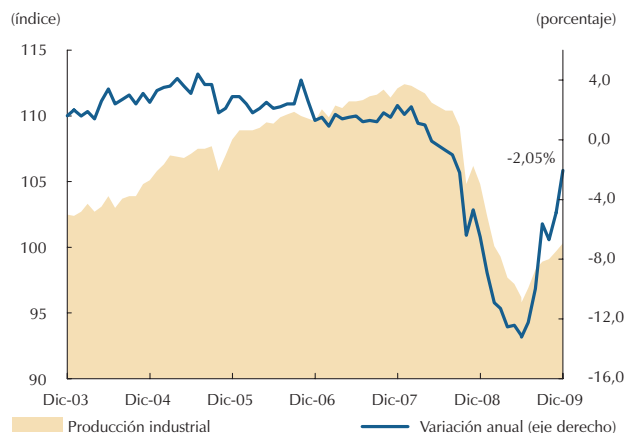
Fuente: Bloomberg.

Durante el cuarto trimestre de 2009 la economía mundial continuó recuperándose, en especial gracias al dinamismo de algunos países asiáticos. Desde mediados de año esta reactivación se ha visto reflejada nuevamente en un crecimiento del comercio internacional, el cual alcanzó en algunos países niveles similares a los de 2007.

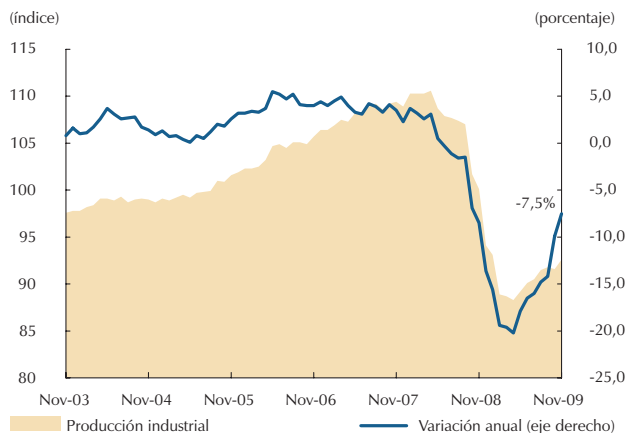
En el caso de las economías desarrolladas, aunque su actividad económica comenzó a expandirse en el segundo semestre de 2009, el camino hacia la recuperación es todavía incierto. Con información disponible a diciembre, las señales sobre crecimiento aún son mixtas. Varios indicadores han presentado mejorías recientes, en especial los de comercio exterior (Gráfico 71), los del mercado inmobiliario y otros asociados

Gráfico 72
Producción industrial, economías desarrolladas

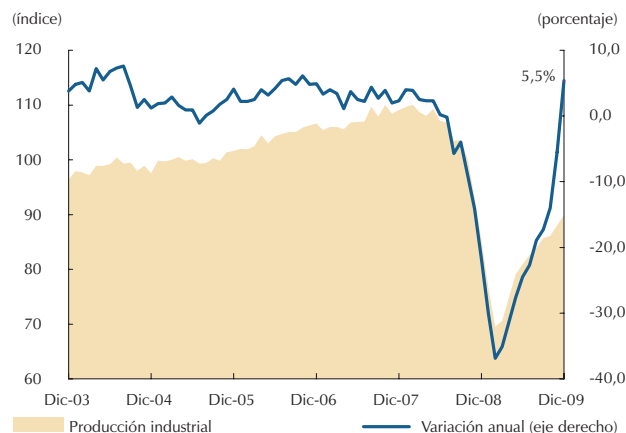
A. Estados Unidos



B. Zona del euro



C. Japón



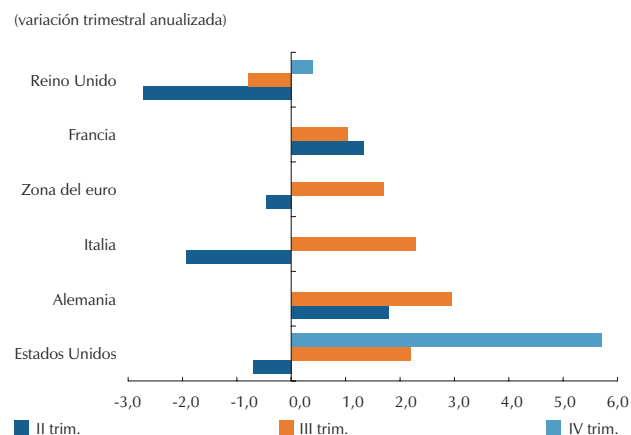
Fuente: Bloomberg.

con el estado de las empresas, tales como nuevas órdenes de pedidos. Sin embargo, en la mayoría de países industrializados las ventas al por menor continuaron estancadas, con la notable excepción de los Estados Unidos en donde se han observado algunos repuntes. Así mismo, aunque la producción industrial continuó mejorando, la velocidad con la que lo venía haciendo disminuyó, e incluso nuevamente se presentaron caídas, como en el caso de la zona del euro en octubre (Gráfico 72).

Con cifras preliminares para el cuarto trimestre, el PIB de los Estados Unidos creció 5,7% trimestre anualizado (t/a), luego de mostrar un aumento de 2,2% (t/a) en el período anterior. Este resultado fue mayor al previsto por el mercado y al contemplado en los informes anteriores. De mantenerse estas cifras, la economía estadounidense se habría contraído -2,4% en 2009. Entre tanto, el Reino Unido, el único país desarrollado que no había mostrado crecimientos positivos desde el inicio de la crisis, reportó una expansión de 0,4% t/a. Para Japón y la zona del euro todavía no se conocen datos de PIB para este período, pero los indicadores disponibles sugieren nuevamente un crecimiento de la actividad económica, aunque moderado (Gráfico 73).

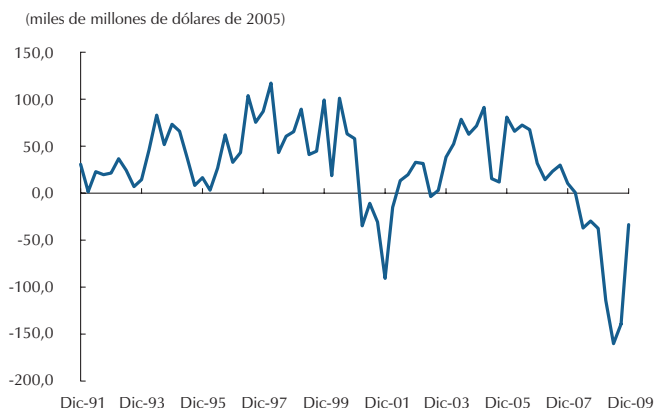
El sorprendente resultado del PIB en los Estados Unidos se explica, en gran parte, por la contribución de la reposición de inventarios. La abrupta caída de la demanda había generado un fuerte retroceso de los

Gráfico 73
PIB de economías desarrolladas segundo, tercer y cuarto trimestres de 2009



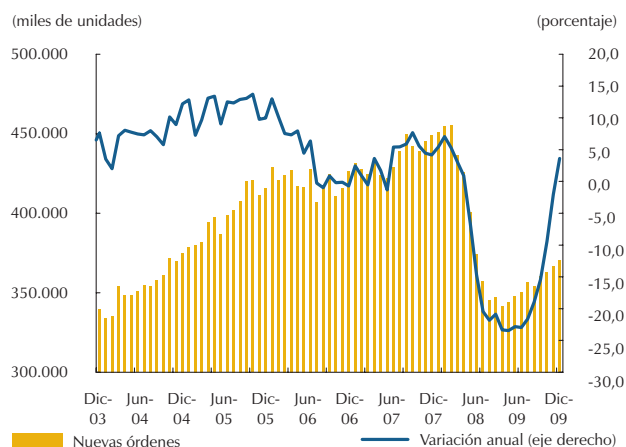
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 74
Cambio en inventarios en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 75
Nuevas órdenes de pedidos de las empresas



Fuente: Bloomberg.

inventarios desde la segunda mitad de 2008. Sin embargo, en los últimos meses las nuevas órdenes de pedidos de las empresas retomaron una tendencia ascendente, lo que, junto con las mejores perspectivas económicas, estaría conduciendo nuevamente a un proceso de acumulación de inventarios (gráficos 74 y 75).

Adicionalmente, se observó un crecimiento mayor de las exportaciones sobre las importaciones, por lo que en el neto el comercio aportó positivamente al PIB en el cuarto trimestre. El consumo y la inversión fija presentaron un aumento moderado de 2% y 3,5%, respectivamente. En el caso del consumo se observó un repunte en el gasto destinado a bienes no durables y servicios, mientras que el de los bienes durables se contrajo luego de haber mostrado un incremento de 20% en el tercer trimestre. Esto último se debe a que varios programas de estímulo económico llegaron a su fin entre agosto y octubre.

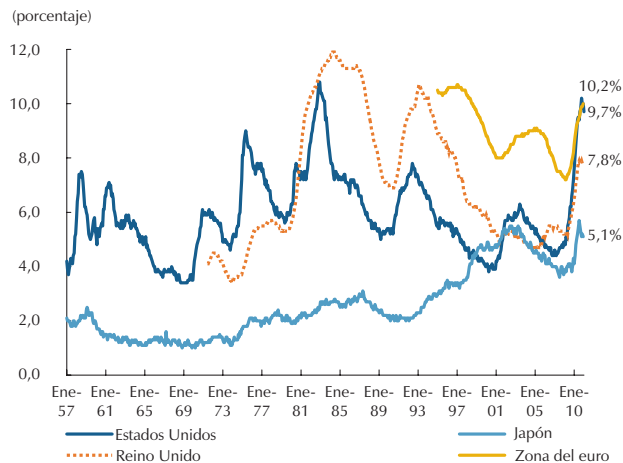
Pese al buen resultado de crecimiento en los Estados Unidos, en este informe se espera que su recuperación sea lenta en los próximos trimestres, aunque más dinámica que lo previsto en informes anteriores, gracias al papel que puede desempeñar la recomposición de los inventarios. En Europa el panorama luce más complicado, pues las perspectivas son aún menos favorables.

En general, los países desarrollados, incluyendo los Estados Unidos, todavía enfrentan riesgos considerables. Entre ellos se encuentran la incertidumbre sobre

la capacidad de las economías para crecer sostenidamente ante la ausencia de ayudas fiscales, así como una preocupación sobre la estabilidad macroeconómica debido a los profundos desbalances fiscales y a la gran deuda pública acumulada en los últimos dos años.

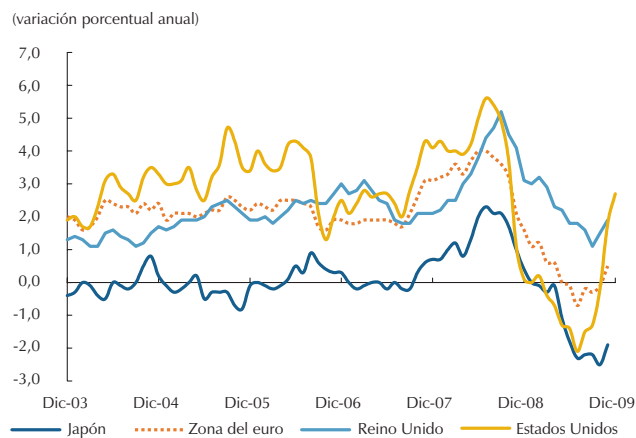
Asimismo, el deterioro del mercado laboral, junto con las restricciones de crédito (véase capítulo II), complicaría la reactivación de la demanda. Al terminar el año, aunque las tasas de desempleo no presentaron nuevos incrementos, e incluso disminuyeron un poco en algunos países, la situación no parece mejorar ya que la destrucción de empleos ha continuado en la mayoría. En particular, en los Estados Unidos, aunque la tasa de desempleo pasó de 10% en diciembre de 2009 a 9,7% en enero de 2010 (Gráfico 76), la destrucción de empleo en esos dos meses fue de alrededor de 170.000 puestos. De igual forma, pese a que las solicitudes de seguro de desempleo han mermado, aún permanecen en niveles elevados: alrededor de 460.000 peticiones en el cuarto trimestre.

Gráfico 76
Tasa de desempleo en algunas economías desarrolladas



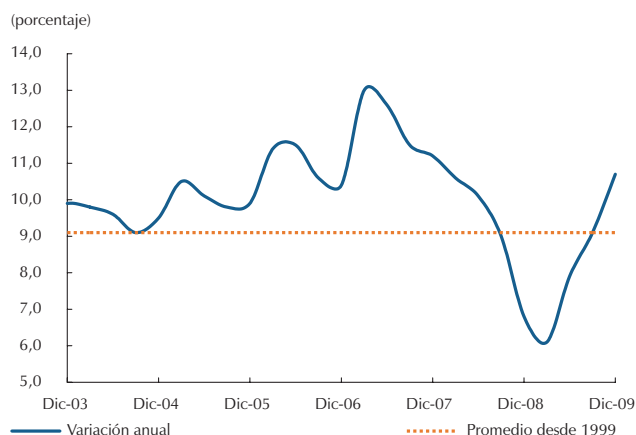
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 77
Inflación total de algunas economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 78
PIB de China

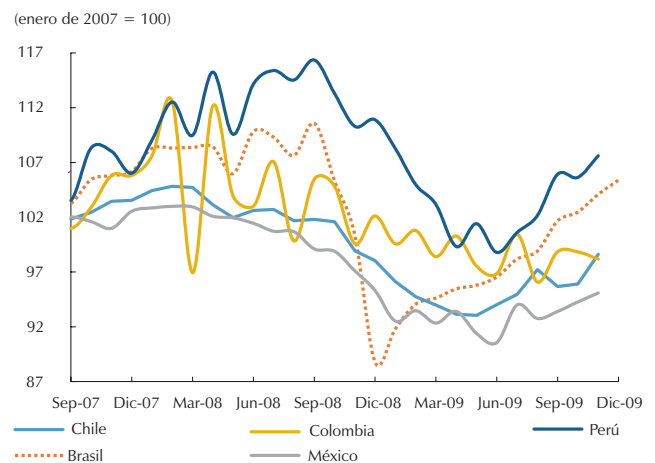


Fuente: Bloomberg.

En materia de precios, si bien la inflación anual aumentó en los últimos meses en los países industrializados, esto se explica por el efecto de una menor base de comparación en la segunda mitad de 2008 (por la caída en los precios de la energía) (Gráfico 77). Sin embargo, la inflación básica se ha mantenido estable, y en algunos casos ha disminuido. En vista de ello, así como por el débil crecimiento previsto, no se esperan presiones inflacionarias importantes durante los próximos trimestres: el consenso del mercado prevé una inflación para los Estados Unidos de 2,1% en 2010 y de 2% en 2011. Lo anterior permitiría a los bancos centrales de estas economías mantener tasas de interés cercanas a cero durante 2010 (véase capítulo II).

En cuanto a las economías emergentes, su recuperación económica ha sido liderada por los países de Asia, en particular India y China. El desempeño de esta última es sobresaliente, pues reporta un crecimiento anual de 10,7% en el cuarto trimestre, con lo cual en todo el año ascendió a 8,7%, muy por encima del anticipado a comienzos de año (6,6%) (Gráfico 78). Con respecto a América Latina, algunos países como Brasil y Chile ya muestran claros signos de recuperación, los cuales se observan en indicadores como la producción industrial y las exportaciones (Gráfico 79). Cabe mencionar que al tercer trimestre varios países de la región alcanzaron los niveles de PIB de 2008, hecho que no ocurre todavía en los países desarrollados. En general, las perspectivas de mediano y largo plazos para los países en

Gráfico 79
Índice de producción industrial en Latinoamérica



Fuente: Datastream.

vía de desarrollo son más favorables que para las economías avanzadas, pues sus sistemas financieros estuvieron menos expuestos a la crisis internacional y los consumidores parecen estar menos endeudados.

Ante las mejores perspectivas mundiales, para este informe se modificaron al alza los pronósticos de crecimiento de nuestros socios comerciales para 2010. El rango de proyección del PIB de los Estados Unidos realizado por el equipo técnico del Banco de la República se ubica en un intervalo entre 1,5% y 3% para 2010 (Cuadro 7). Lo anterior contempla una recuperación lenta de la economía estadounidense, en donde el efecto positivo del ciclo de inventarios se disiparía en la segunda mitad del año, y el consumo y la inversión no tendrían un comportamiento muy dinámico en todo el año. Cabe señalar que los analistas son más optimistas que el Banco, pues en algunos casos prevén valores por encima del 3%.

Cuadro 7
Evolución de los pronósticos de crecimiento real de nuestros socios comerciales

	Observado		Proyecciones	
	2007	2008	2009 ^{a/}	2010 ^{a/}
Principales socios				
Estados Unidos	2,1	0,4	(2,4)	[1,5 y 3,0]
Zona del euro	2,7	0,7	[(4,2) y (3,8)]	[0,0 y 1,5]
Venezuela	8,4	4,8	[(3,6) y (2,2)]	[(1,5) y 1,5]
Ecuador	2,5	6,5	[(2,0) y 0,0]	[0,5 y 2,5]
Otros socios				
Japón	2,4	(1,2)	(6,0)	1,7
China	13,0	9,0	8,7	[8,0 y 10,0]
Perú	8,9	9,8	1,5	4,3
México	3,3	1,4	(7,1)	3,0
Chile	4,7	3,2	(1,5)	4,0
Argentina	8,7	6,8	(2,3)	2,2
Brasil	6,1	5,1	(0,1)	4,6
Bolivia	4,6	6,1	3,1	3,8
Países desarrollados	2,7	0,5	(3,2)	2,1
Países en desarrollo	8,3	6,1	2,1	6,0
Total mundial	5,2	3,0	(0,8)	3,9

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

Para la zona del euro el crecimiento esperado es de -4,0% en 2009, mientras que para 2010 el rango se encuentra entre 0% y 1,5%, cifra similar a la contemplada en el informe anterior (Cuadro 7). Para Venezuela y Ecuador, socios de la región, el crecimiento en 2009 estaría en -2,9% y -1%, respectivamente. Entre tanto, para 2010 las proyecciones se ubicarían en los intervalos -1,5% a 1,5% en Venezuela y 0,5% a 2,5% en Ecuador.

La reactivación de la demanda mundial (en particular de los países asiáticos), el debilitamiento del dólar y las mejores condiciones de liquidez, junto con bajas tasas de interés, que entre otras cosas están permitiendo un financiamiento barato para la abastecer los inventarios de materias primas, fueron algunos factores que permitieron un repunte en algunos precios de bienes básicos o *commodities* durante el cuarto trimestre¹² Esta dinámica favoreció los términos de intercambio de los países latinoamericanos.

En vista de esto último, para este informe se aumentaron un poco las proyecciones de los precios de las materias primas exportadas por Colombia. En particular, en el escenario central se espera un precio promedio para el petróleo WTI de US\$75/ barril en 2010, con un rango entre US\$67 y US\$83 (en el informe anterior se esperaba US\$72 en el escenario central). Para el resto de bienes básicos también se elevaron los pronósticos, excepto para el café (Cuadro 8). De esta forma, en 2010 los precios del petróleo y de los otros *commodities* estarían por encima de los niveles promedio observados en 2009.

Cuadro 8
Precios internacionales

Producto	2007	2008	2009	Proyección para 2010 ^{a/}	
				Escenario A ^{b/}	Escenario B ^{b/}
Café (ex dock) (dólares por libra)	1,30	1,44	1,65	1,34	1,74
Petróleo WTI (dólares por barril)	72,3	99,9	62,0	67,0	83,0
Petróleo (dólares por barril)	66,2	90,2	56,2	59,3	73,6
Carbón (dólares por tonelada)	50,8	83,4	80,2	80,0	93,0
Ferroníquel (dólares por libra)	5,5	3,4	1,9	1,9	2,3
Oro (dólares por onza troy)	696,9	873,0	929,0	1.003,0	1.003,0

a/ Balanza de pagos estimada en enero de 2010.

b/ A y B corresponden a los escenarios pesimista y optimista, respectivamente.

Fuente: Banco de la República.

En síntesis, a pesar del repunte de las condiciones económicas en los países desarrollados, tanto en el plano financiero como en la actividad real los riesgos que influyen sobre el crecimiento continúan siendo altos; además, los signos de recuperación todavía son parciales. Aunque en el corto plazo las políticas contracíclicas adelantadas por las autoridades económicas han contribuido al crecimiento económico, en el mediano y largo plazos podrían atentar contra la estabilidad macroeconómica. Así las cosas, es muy probable que haya que esperar a que surjan signos claros de que los desbalances macroeconómicos estructurales de las economías industrializadas se están cerrando, con el fin de observar una recuperación sostenida.

12 Cabe aclarar que esto sucedió en un ambiente de gran volatilidad, ya que a comienzos de diciembre se presentaron fuertes caídas.

Se espera que las exportaciones se recuperen a un ritmo lento, dada la caída que se anticipa para las exportaciones hacia Venezuela, y en vista de que la sustitución por nuevos mercados pueda tomar tiempo.

Para los países emergentes se esperaría una recuperación más rápida de la que podría observarse en las economías industrializadas, especialmente en Asia y Latinoamérica. En cuanto a los precios de los *commodities*, estos deberían mantenerse en valores históricamente altos a lo largo de 2010, favoreciendo los términos de intercambio de Colombia y otros países exportadores de materias primas. No se puede descartar que una demanda mundial más dinámica eleve aún más estos precios, lo que podría tener algún efecto sobre la inflación mundial; algo que no se contempla en los escenarios de este informe. Un fenómeno como éste podría presionar la política monetaria de los países desarrollados antes de lo previsto.

B. BALANZA DE PAGOS

Para 2009 la proyección de balanza de pagos contempla los supuestos mencionados en el contexto externo, lo cual implica un crecimiento real de nuestros socios comerciales de -2,2%, es decir, una caída mayor a la esperada un trimestre atrás (-1,4%). Así mismo, se espera que el comportamiento del comercio exterior a noviembre se mantenga durante el último mes del año, de forma tal que la caída acumulada de las importaciones sea mayor a la de las exportaciones, a pesar del mal desempeño de las ventas hacia Venezuela. Adicionalmente, se prevé una caída acumulada de 15% en las remesas de trabajadores, dado el pobre desempeño de las economías en donde estos recursos se originan (España y Venezuela, entre otros).

Dados estos supuestos, se espera que el déficit en cuenta corriente para el año completo sea 2,2% del PIB anual, es decir, una ampliación en el desbalance externo frente a lo registrado en los primeros tres trimestres del año, cuando el déficit fue 2,1% del PIB. El mayor déficit previsto para el cuarto trimestre del año se debe a una menor caída de los egresos corrientes con respecto a la reducción de los ingresos, principalmente por la remisión de utilidades del sector petrolero.

Por el lado de la cuenta de capitales, para 2009 se espera que los ingresos por inversión extranjera directa neta asciendan a 2,6% del PIB, siendo la principal fuente de financiamiento externo, junto con los flujos de capital del sector público. Esto es afín con lo observado durante los tres primeros trimestres del año, cuando el déficit en cuenta corriente fue financiado ampliamente con entradas de inversión extranjera directa por US\$6.446 m y con ingresos de capital del sector público por US\$6.165 m. El menor superávit de la cuenta de capital esperado para el año 2009 con respecto al observado en 2008 obedece a una disminución en los flujos netos de inversión extranjera directa (por mayores reembolsos de capital y por inversión colombiana en el exterior), a mayores pagos de deuda y a la constitución de activos externos por parte del sector privado.

Las proyecciones de balanza de pagos para el año 2010 contemplan varios escenarios, tanto de precios internacionales de los productos exportados como del PIB de los Estados Unidos, Venezuela y Colombia. Dichos supuestos implican un crecimiento de nuestros socios comerciales en un rango entre 1,4% y 1,7% (mayor que el proyectado un trimestre atrás, cuando fue 1,3%). Así mismo, se considera

Se considera que las ventas a Venezuela resultarán seriamente afectadas en 2010, como consecuencia del nulo crecimiento económico proyectado para ese país, de la devaluación reciente del bolívar y de las restricciones al comercio que se impusieron desde mediados de 2009.

El déficit en cuenta corriente en 2010 podría ubicarse entre 2,6% y 3,3% del PIB.

un importante nivel de endeudamiento externo del sector público, pero menor al de 2009, y un nivel de la inversión extranjera directa neta mayor que la registrada el año anterior, dadas las menores inversiones de colombianos en el exterior.

Así, se espera que 2010 las importaciones en dólares aumenten, pero a un ritmo menor que el observado antes de la crisis, y que las exportaciones se recuperen a un ritmo lento, dada la caída que se anticipa para las exportaciones hacia Venezuela, y en vista de que la sustitución por nuevos mercados pueda tomar tiempo. En particular, se considera que las ventas a Venezuela resultarán seriamente afectadas en 2010, como consecuencia del nulo crecimiento económico proyectado para ese país, de la devaluación reciente del bolívar y de las restricciones al comercio que se impusieron desde mediados de 2009. En los pronósticos de balanza de pagos se incluyó una caída de las exportaciones a Venezuela que estaría entre 50% y 80%, lo que implica que éstas podrían oscilar entre los US\$500 m y los US\$ 1.700 m anuales.

Dado todo lo anterior, el déficit en cuenta corriente en 2010 podría ubicarse entre 2,6% y 3,3% del PIB. Se espera que éste sea financiado en gran parte por entradas de inversión extranjera directa y por recursos externos del sector público.

C. CRECIMIENTO INTERNO PARA 2010

Recientemente se han hecho presentes factores que afectaron las perspectivas de crecimiento para 2010 en direcciones opuestas: por un lado, la demanda mundial ha mostrado señales de recuperación más claras que las previstas y socios comerciales de Colombia, como los Estados Unidos, estarían creciendo a una tasa mayor que la contemplada en el informe anterior. A ello se suma unas tasas de interés y una inflación que terminaron 2009 en niveles inferiores a los que se consideraba posible en informes anteriores, gracias a lo cual la demanda interna recibiría un estímulo adicional.

Por otro lado, en Venezuela, el segundo socio del país, el muy bajo desempeño económico previsto para 2010 y la devaluación del bolívar, junto con las restricciones que pesan sobre el comercio binacional, darán un golpe más fuerte a nuestras exportaciones que lo anticipado inicialmente. En esta misma dirección también apuntan los recortes que se han anunciado al presupuesto de gastos de la Nación para 2010, los cuales tampoco se consideraron en informes anteriores.

Dado lo anterior, para el presente informe se estimaron tres escenarios de crecimiento en 2010 que tienen en cuenta diferentes opciones de desempeño en el caso de tres variables principales: 1) el crecimiento de nuestros socios comerciales tras la crisis internacional, 2) la evolución del comercio con Venezuela y 3) el impacto de nuestra política fiscal.

En materia de las variables externas —crecimiento mundial, precios internacionales y exportaciones a Venezuela, entre otros— los tres escenarios de crecimiento se corresponden con los de balanza de pagos descritos en la sección anterior. Por

Recientemente se han hecho presentes factores que afectaron las perspectivas de crecimiento para 2010 en direcciones opuestas: por un lado, la demanda mundial ha mostrado señales de recuperación más claras y algunos socios comerciales de Colombia.

El sistema financiero continuará sólido y solvente durante todo 2010. El fortalecimiento patrimonial observado en el sector ayudará a que la oferta de fondos y que el canal de crédito en general permanezcan activos.

De esta forma, los efectos de la política monetaria holgada se seguirán transmitiendo al sector real.

La inversión total presentará alguna recuperación, alcanzando un crecimiento positivo luego de la fuerte caída registrada el año pasado. Dentro de este agregado el mayor aporte a su aumento lo haría la inversión diferente de obras civiles.

su parte, para las variables fiscales se estableció un rango más probable que tiene en cuenta:

- para el techo: una inversión en obras civiles que crecería 11% (en el informe anterior fue de 9,8%) y una inversión que exceptúa obras civiles, que aumentaría en 7% con relación a 2009.
- para el piso: una inversión en obras civiles que crecería 1% y una inversión diferente a obras civiles, que lo haría en 1,3%.

Cabe señalar que en este informe se revisó a la baja el crecimiento esperado del consumo público con el propósito de tener en cuenta los recortes al presupuesto del Gobierno central ya anunciados. Estas estimaciones, sin embargo, están sujetas a un amplio nivel de incertidumbre, dada la dificultad de calcular su impacto sobre el PIB.

En ambos escenarios se supone que el sistema financiero continuará sólido y solvente durante todo 2010. El fortalecimiento patrimonial observado en el sector en los últimos años ayudará a que la oferta de fondos y que el canal de crédito en general permanezcan activos. De esta forma, los efectos de la política monetaria holgada se seguirán transmitiendo al sector real.

Así las cosas, para 2010 se espera que el consumo de los hogares presente un aumento positivo, pero inferior a su promedio histórico. Esta expansión moderada se explicaría, entre otros factores, por el efecto de las bajas tasas de interés, las cuales actuarán de dos formas: por un lado, estimulando la demanda de crédito, por otro, reduciendo el servicio de la deuda de los consumidores e incrementando el ingreso disponible para gasto. Esto último, a su vez, contribuye a reducir el nivel de endeudamiento de los hogares.

De igual forma, se espera que la restauración de la confianza de los consumidores, que se comenzó a observar desde el tercer trimestre del año pasado, continúe en 2010. Todo lo anterior, junto con un aumento en las remesas un poco mayor que el esperado hace tres meses, contribuiría a impulsar la compra de bienes, en particular los de consumo durable (que presentaron caídas fuertes en 2009).

El consumo público también contribuirá positivamente al crecimiento del PIB, sin embargo, como se mencionó, su aporte será menor al considerado en el informe anterior. Cabe señalar que buena parte del recorte anunciado por el Gobierno golpeará el gasto de funcionamiento, el cual está directamente ligado al consumo.

Por otra parte, la inversión total presentará alguna recuperación, alcanzando un crecimiento positivo luego de la fuerte caída registrada el año pasado. Dentro de este agregado el mayor aporte a su aumento lo haría la inversión diferente de obras civiles. Al igual que el consumo privado, el incremento anual de esta demanda sería favorecido por el nivel históricamente bajo de las tasas de interés y por la importante IED prevista, en particular por la que se dirigiría al sector petrolero.

La demanda externa, a excepción de la que proviene de Venezuela, volverá a impulsar el crecimiento en 2010, después de que en 2009 desempeñó un papel contractivo.

Conviene advertir, sin embargo, que en 2010 la inversión privada estaría menos dirigida al sector industrial que en años anteriores, debido a que sus excesos de capacidad productiva son altos y a que el sector ha perdido mercados externos. Así, una buena parte de la inversión se dirigiría al sector minero y de recursos naturales en general, hacia el comercial y a la construcción de vivienda, especialmente a la de interés social (VIS). En los últimos meses han surgido noticias que apuntan hacia una inversión importante en estos dos últimos sectores.

Con respecto a la inversión en obras civiles, en este informe el pronóstico se modificó a la baja frente al presentado el trimestre anterior. Este cambio intenta dar cuenta de los posibles efectos del anuncio del Gobierno de aplazar el gasto, el cual también afectará a la inversión pública. De todas maneras, se espera un incremento positivo en este tipo de gasto, que obedece a las inversiones regionales relacionadas con sistemas de transporte masivo, acueductos y vías.

Finalmente, la demanda externa, a excepción de la que proviene de Venezuela, volverá a impulsar el crecimiento en 2010, después de que en 2009 desempeñó un papel contractivo. Contribuiría a este comportamiento la renovación de los cultivos del café realizada durante 2009, la cual permitirá un importante incremento de su oferta en 2010. De igual manera, la producción minera seguirá expandiéndose a tasas altas, impulsada por la inversión ejecutada en el pasado, mientras que una mayor demanda externa jalará los precios de los productos básicos, particularmente los del petróleo, y por tanto mejorará los términos de intercambio.

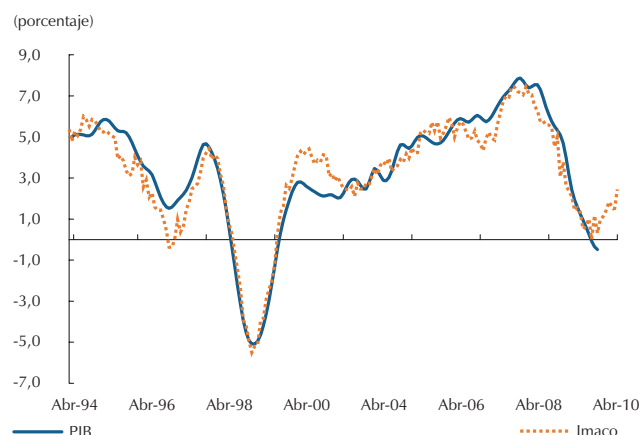
En el caso de las exportaciones a Venezuela, en los pronósticos se incluye una caída importante (tal y como se menciona en la sección precedente). En vista de que estas exportaciones son en buena medida de origen manufacturero, su caída podría afectar la recuperación de dicho sector. En el informe anterior se había previsto una reducción de las ventas hacia dicho país, pero dada la caída pronunciada registrada a finales de 2009 se optó por revisar a la baja los supuestos ya de por sí pesimistas. Así, las proyecciones que se presentan en este documento incluyen un impacto negativo adicional por cuenta del pobre desempeño esperado para el PIB de Venezuela en 2010 y de las restricciones al comercio binacional.

Teniendo en cuenta los riesgos al alza y a la baja de los escenarios considerados, se mantiene el rango de pronóstico para el crecimiento del PIB presentado en el Informe anterior. De esta forma, se prevé que la economía en 2010 crecerá entre 2% y 4%.

Dado lo anterior, se prevé que las exportaciones totales crezcan a una tasa positiva pequeña, lo que haría que su nivel en pesos reales alcance cifras similares a las observadas en 2008. Por el lado de las importaciones, también se anticipa una dinámica positiva que iría de la mano con los incrementos en el consumo y la inversión.

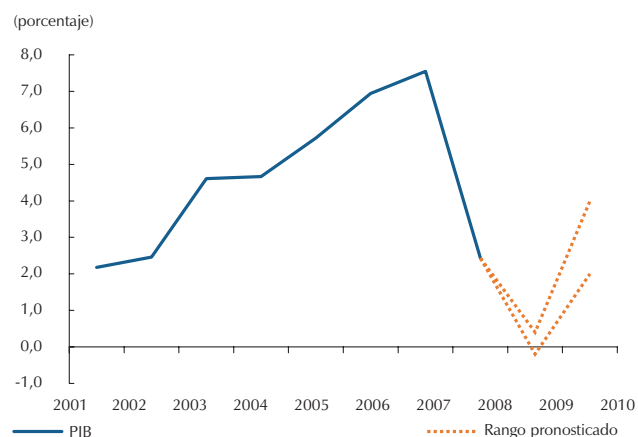
Teniendo en cuenta el comportamiento de diversos indicadores sectoriales, el índice líder Imaco, cuya metodología fue descrita en el *Informe sobre Inflación* de junio de 2009, anticipa una tendencia ascendente para el crecimiento del PIB de 2010 (Gráfico 80). Sin embargo, conviene advertir que las variables que dicha metodología emplea pueden no estar reflejando plenamente el efecto de la caída del comercio con Venezuela, pues no incluyen, de manera directa, elementos asociados con el comercio externo. De cualquier manera, el Imaco, que con anterioridad

Gráfico 80
Imaco (líder 5 meses del PIB) y crecimiento acumulado 4 trimestres del PIB



Fuente: cálculos Banco de la República.

Gráfico 81
Pronósticos de crecimiento del PIB para 2009-2010



Fuente: DANE; cálculos Banco de la República.

había anunciado el quiebre en las tendencias de crecimiento en el segundo semestre de 2009, indica que el crecimiento de 2010 será considerablemente superior al del año anterior.

Teniendo en cuenta los riesgos al alza y a la baja de los escenarios considerados, se mantiene el rango de pronóstico para el crecimiento del PIB presentado en el informe anterior. De esta forma, se prevé que la economía en 2010 crecerá entre 2% y 4% (Gráfico 81). Sin embargo, dado que las circunstancias favorables señaladas anteriormente no contrarrestarían plenamente el efecto negativo de las menores exportaciones hacia Venezuela, se considera que hay un sesgo mayor hacia la mitad inferior de ese intervalo. Cabe señalar que el efecto sobre el crecimiento del PIB colombiano de una caída de las exportaciones a Venezuela, como la aquí contemplada, se estima entre 1,0 y 1,5 pp.

D. PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN

1. Pronóstico

La senda central de pronóstico para la inflación que se presenta en este informe ha cambiado frente a la del informe de septiembre por varias razones: en primer lugar, debido a que en esta oportunidad se tuvieron en cuenta los aumentos transitorios de precios ocasionados por el fenómeno de El Niño; en segundo lugar, porque se incluyeron por primera vez choques alcistas relacionados con aumentos de impuestos indirectos y

con reajustes de tarifas vigiladas por el Gobierno; en tercer lugar, porque junto con estos choques de oferta, los pronósticos también se vieron afectados por la disminución de las expectativas de inflación a finales de 2009, por una inercia inflacionaria más baja y por algunos cambios en las condiciones de demanda que se recogieron mediante una brecha del producto más negativa.

En el informe pasado el fenómeno de El Niño se asumió como un riesgo, por lo cual se incluyó en el Fan chart (balance de riesgos), pero no en la senda central de pronóstico. En esa oportunidad se aclaró que, aunque la presencia de dicho fenómeno ya había sido confirmada, su intensidad y su impacto sobre los precios internos seguían siendo muy inciertos, por lo cual no resultaba pertinente incluirlo en la proyección central. De hecho, en el pasado, no todos los fenómenos de El Niño condujeron a un repunte de la inflación (véase Informe sobre Inflación de septiembre de 2009, Recuadro 1, p. 33).

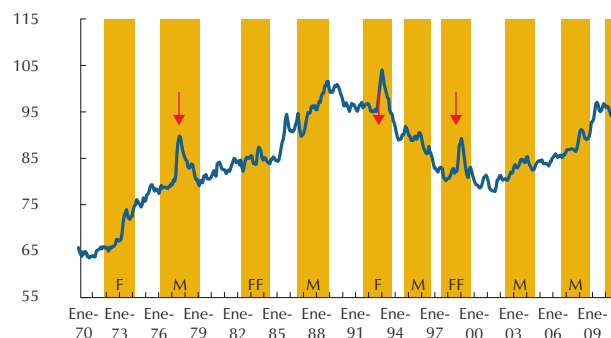
Sin embargo, en los últimos meses de 2009 y a comienzos de 2010 los impactos de El Niño se hicieron más evidentes, ya que las lluvias descendieron por debajo de su promedio, y esto empezó a producir aumentos en los precios de varios alimentos perecederos. Así mismo, se comenzaron a detectar una reducción en el nivel de los embalses, más allá de lo normal para esta época del año, lo que podría elevar los costos de generación eléctrica (véase, p. 68).

Así, dada la mayor certeza que hay hoy en día sobre El Niño, para este informe se optó por incluir sus efectos en la senda central de pronóstico. Este cambio afectó tanto la inflación de alimentos como la de regulados; en este último caso, mediante reajustes mayores en las tarifas de energía eléctrica, gas y agua.

En alimentos se asumió un choque transitorio, teniendo en cuenta las experiencias de años anteriores, cuando el fenómeno tuvo características similares a las del actual, es decir: 1) hizo su aparición en junio de un año (2009) y se extingue en abril o mayo del siguiente (2010); 2) se presenta en ausencia de otros fenómenos como aumentos importantes en los precios internacionales de combustibles y alimentos, presiones en el tipo de cambio y una economía con fuerte crecimiento.

Gráfico 82
Episodios de El Niño y precio relativo de los alimentos
deflactado por IPC total sin alimentos

(diciembre de 1988 = 100)



Nota: M: Niño entre débil y moderado; F: Niño fuerte; FF: Niño muy fuerte.
Fuente: DANE; cálculos Banco de la República.

Fenómenos de El Niño en circunstancias similares a las actuales ocurrieron en 1976-1977, 1991-1992 y 1997-1998. En tales ocasiones la inflación de alimentos aumentó fuertemente en el primer semestre del segundo año, alcanzando un máximo entre el segundo y el tercer trimestres. En el cuarto trimestre, una vez las condiciones meteorológicas se habían normalizado, los precios de los alimentos tendieron a estabilizarse o caer, estimulados, en parte, en sus altos niveles de meses anteriores. El descenso se prolongó incluso durante los primeros meses del tercer año. Este patrón de la inflación de alimentos ha influido sobre los precios relativos, tal como se aprecia en el Gráfico 82.

Teniendo en cuenta lo anterior, los nuevos pronósticos anticipan un aumento de la inflación anual de alimentos entre el primer trimestre y mediados del tercer trimestre de 2010. A partir de esta fecha deberán presentarse descensos rápidos, aunque apenas suficientes para situarla en diciembre en la parte superior del rango meta. Hacia el primero y segundo trimestres de 2011 los descensos continuarían y la inflación de alimentos convergería a la meta de largo plazo. Así las cosas, los efectos de El Niño sobre los precios de los alimentos solamente serán transitorios, y buena parte de ellos sucederían en 2010, con un impacto importante en el segundo y tercer trimestres, pero que se habrá desvanecido en su mayoría para finales de año.

Aparte de alimentos, para este informe se incluyen, por primera vez, algunos efectos de El Niño sobre los precios de los servicios públicos: electricidad, agua

y gas domiciliario. En el caso de electricidad, la reducción del nivel de los embalses presentada en los últimos meses (véase p. 68), junto con las disminuciones que se puedan registrar en la primera mitad de 2010, obligarían a las empresas generadoras de energía a hacer un uso más intensivo de fuentes de energía térmica más costosas. Esto, a su vez, podría conducir a un incremento de tarifas de energía y gas.

Además de El Niño existen otros choques que golpearían las tarifas de servicios públicos y los precios de bienes y servicios transables y no transables durante 2010, pero que no fueron previstos en el informe anterior. En primer lugar, la nivelación de tarifas de energía eléctrica en Antioquia y el centro-oriente del país (incluyendo Bogotá) puede conllevar alzas en las dos ciudades principales. En segundo lugar, los ajustes en los impuestos a la cerveza, los licores y cigarrillos, efectivos a partir de febrero, para subsanar el déficit en el sistema de salud, tendrían un efecto cercano a los 12 pb en la inflación anual. Dicha estimación se realizó empleando la matriz insumo-producto y las ponderaciones de tales rubros en el IPC (1,25%), suponiendo una elasticidad de la demanda constante. Por último, para el corto plazo se han incluido algunas alzas en los precios de la educación y de los servicios de la salud no contempladas en el informe anterior, y que tratan de recoger los ajustes superiores a la meta de este año (entre 2% y 4%), autorizados por el Gobierno.

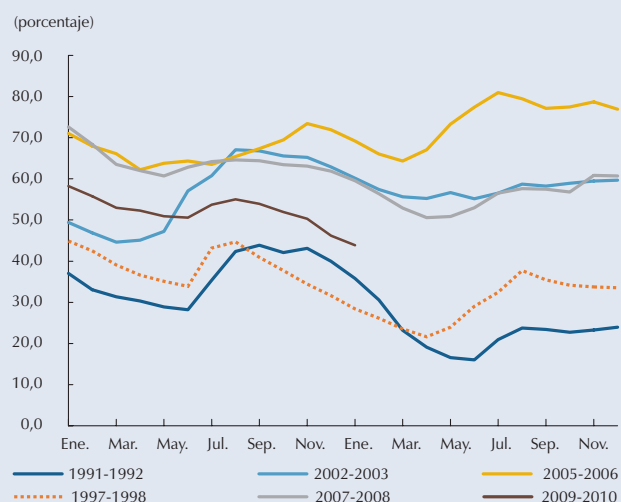
LA ENERGÍA ELÉCTRICA, EL NIÑO Y LA INFLACIÓN

Como se ilustra en el Gráfico A, a mediados de 1992 el promedio nacional del nivel de los embalses cayó a 16%, lo que derivó en el recordado apagón de ese año. Igualmente, durante 1998 el promedio del nivel de los embalses llegó un poco por debajo de 25%, aunque en aquella oportunidad la ampliación de la generación térmica de energía realizada en los años precedentes evitó un nuevo corte de luz generalizado.

Según expertos del sector, cuando el nivel promedio de todos los embalses del país cae por debajo de 60%, se entra en un nivel de alerta o de ahorro de energía. Cuando este nivel es inferior a 25%, potencialmente se estaría traspasando el umbral que implicaría un posible razonamiento eléctrico generalizado en todo el país.

El actual fenómeno de El Niño ha reducido las lluvias y el caudal de los ríos que nutren a los embalses del país, al punto que en enero de 2010, el nivel promedio de ellos ha caído a 44%. No obstante, existe el riesgo de que El Niño se pueda fortalecer y extender por más tiempo de lo inicialmente esperado.

Gráfico A
Nivel de los embalses en Colombia



Fuente: ISA-XM.

Al igual que en el informe anterior, en el presente se prevén alzas moderadas en los precios internacionales de los combustibles, las cuales tendrían poco impacto en los precios externos de los alimentos (véanse secciones anteriores de éste capítulo). En ausencia de una tendencia fuerte hacia la depreciación del peso, estas alzas no deberán golpear los precios internos de estos rubros de manera considerable, a diferencia de lo que sucedió entre 2007 y 2008.

Por el lado de la demanda, la inflación para 2010 estará determinada por factores similares a los identificados en los dos trimestres anteriores, aunque más marcados. En particular, hay una probabilidad alta de que el crecimiento de este año sea menor que el potencial, por lo cual los excesos de capacidad productiva que se presentaron en 2009 se ampliarían en 2010. Así, la brecha del producto que se estima para 2010 es más negativa que la de 2009, algo que no sucedía en el informe anterior (véase capítulo 1). Por ello, es poco factible que se registren presiones sobre los precios originadas en la demanda. La caída proyectada en las exportaciones a Venezuela, por ejemplo, puede dejar subutilizada por un tiempo parte de la capacidad productiva en la industria y en el agro, a la espera de nuevos mercados internos o externos.

Los excesos de capacidad productiva permiten confiar en ajustes bajos para los precios de aquellos bienes y servicios especialmente sensibles a la demanda, como son los que conforman las canastas del IPC de transables y de no transables, excluyendo alimentos y regulados. Una situación similar se observaría en los precios de varios alimentos procesados y semiprocesados. Algo de esto ya se vio a finales del año pasado y comienzos de éste, cuando el precio de la carne mostró importantes descensos asociados con la menor demanda de Venezuela.

Por el lado de los costos salariales, también es viable esperar pocas presiones sobre precios dado el aumento del salario mínimo autorizado para 2010 dentro del rango meta, y en vista de los pocas alzas que estarían dispuestas a conceder los empresarios (según lo señalan las encuestas de expectativas del Banco). A esto se suma que el mercado laboral deberá mantenerse holgado si se confirman las previsiones sobre un crecimiento de la producción positivo, pero bajo. En una situación como esa, resulta poco probable que se genere empleo asalariado y formal en un número suficiente para frenar el ascenso de la tasa de desempleo (véase Recuadro 1, p. 37). Tampoco ayuda que la oferta laboral (TGP) crezca en 2010 a una tasa alta y similar a la observada en los últimos dos años.

Finalmente, gracias al descenso de la inflación en la segunda mitad de 2009, las expectativas disminuyeron considerablemente y más de lo previsto. De hecho, los pronósticos de inflación del informe pasado sobrestimaron los resultados de diciembre, y algo similar aconteció con las proyecciones del mercado. Esta es una información que no fue tomada en cuenta plenamente en el informe anterior y que favorece aún más la estabilidad de los precios en 2010, con ajustes dentro del rango meta.

Así las cosas, los factores estructurales que determinarían la inflación de largo plazo en su mayoría favorecen aumentos de los precios al consumidor que serían compatibles con la meta oficial (entre 2% y 4% para 2010). Sin embargo, para comienzos del

presente año se estarían presentando choques de oferta que pueden afectar la senda de inflación transitoriamente y que tendrían algún efecto de largo plazo si logran alterar la formación de precios vía aumentos en las expectativas.

Dado todo lo anterior, para 2010 los modelos del Banco proyectan una inflación anual total que estaría por encima de la prevista en el informe anterior, pero que seguiría siendo compatible con el cumplimiento de la meta. En particular, la inflación al consumidor aumentaría durante los tres primeros trimestres del año como resultado de los efectos de El Niño en los precios de los alimentos y de los regulados y, en menor medida, por los otros choques de oferta descritos. Sin embargo, en tanto que el impacto de El Niño sobre los precios de alimentos y regulados sea moderado (como en experiencias pasadas), en este período la inflación podría mantenerse siempre dentro del rango meta. En el caso contrario, es decir, ante un mayor impacto, es posible que la inflación supere ligeramente el techo, pero de manera transitoria. En cualquier caso, para el cuarto trimestre, y si no se presentan aumentos significativos en los precios externos o una depreciación fuerte del peso, la inflación total deberá descender a la par con la inflación de alimentos, ubicándose dentro del rango meta. La tendencia decreciente deberá extenderse hacia la primera mitad de 2011, siguiendo el patrón usual de los precios relativos en presencia de El Niño.

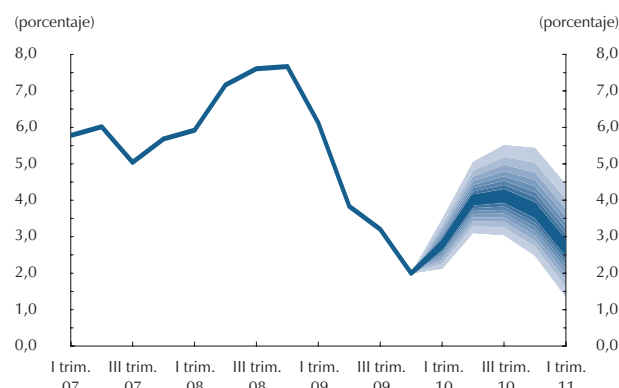
Para la inflación sin alimentos los modelos prevén en 2010 una senda inferior que la del informe anterior, lo cual se explica por menores presiones provenientes del tipo de cambio, una brecha del producto negativa más amplia y una inflación y expectativas que comenzaron el año por debajo de lo anticipado. La revisión más importante se dio en la inflación de transables sin alimentos ni regulados. En no transables los cambios son menores por cuenta de los choques esperados sobre educación y salud; sin embargo, hay que resaltar que se espera una moderación en los ajustes de precios de rubros altamente indexados, debido a la baja inflación de fin de año. El caso más importante es arriendos, donde debería presentarse un descenso en su variación anual de precios a niveles más cercanos al punto medio del rango (en diciembre de 2009 fue de 3,9%).

En 2010 las presiones alcistas sobre el IPC sin alimentos provendrán, exclusivamente, de la canasta de regulados (servicios públicos, transporte público y combustibles) por las razones expuestas, incluyendo algunos aumentos en el precio interno de los combustibles, con el fin de nivelarlo con el precio internacional. Para finales de año es posible que la variación anual de regulados se sitúe por encima del techo del rango meta.

2. Balance de riesgos

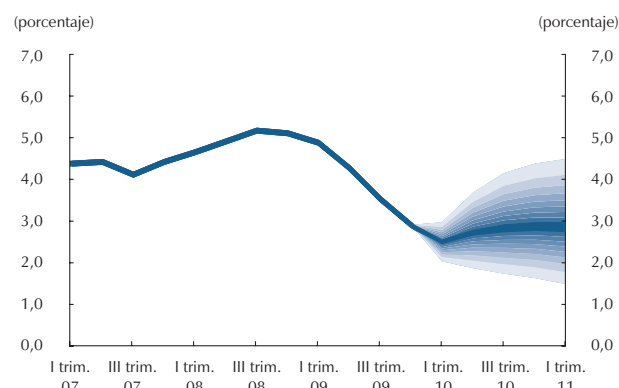
El balance de riesgos o (*Fan chart*) para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los gráficos 83 y 84. Aunque el *Fan chart* se estimó alrededor de una senda central que ya incluye un impacto intermedio por cuenta del fenómeno de El Niño y de otros choques, incluyendo el de Venezuela, la incertidumbre en torno de este pronóstico continúa siendo elevada y similar a la reportada en el trimestre anterior, dadas las características de los choques.

Gráfico 83
Fan chart de la inflación total ^{a/}



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

Gráfico 84
Fan chart de la inflación sin alimentos ^{a/}



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

En el actual balance se incluyeron principalmente riesgos al alza sobre la inflación total de 2010, los cuales pueden ser agrupados de la siguiente forma:

1. Una mayor inflación de alimentos y regulados, junto con expectativas de inflación más elevadas que las previstas en la senda central de pronóstico. Esto, como consecuencia de un impacto estimado en precios más pronunciado por cuenta del fenómeno de El Niño. No obstante, se espera que los precios de los alimentos retornen a niveles normales durante el cuarto trimestre de este año y que, a su vez, lo haga la inflación total.
2. Adicionalmente, de materializarse aumentos mayores a los previstos en los precios internacionales, o una depreciación fuerte del peso, los precios de los alimentos y regulados podrían mantenerse en niveles altos por un período de tiempo más prolongado que el contemplado.
3. Un crecimiento mundial más alto que el proyectado. Esto daría un mayor dinamismo a las exportaciones con destinos diferentes a Venezuela. Así mismo, una sustitución más rápida del mercado venezolano podría generar una recuperación más acelerada en el sector exportador.
4. Finalmente, debe tenerse en cuenta que el dato más reciente de crecimiento de los Estados Unidos (el cual fue publicado cuando se escribía este informe) resultó mejor que lo esperado. Esto condujo recientemente a una revisión al alza de las proyecciones de ese país por parte de los analistas, lo cual no está plenamente contemplado en el presente informe.

Por otra parte, el principal riesgo a la baja continúa siendo que las restricciones comerciales de Venezuela, su menor demanda por exportaciones en general y la devaluación del bolívar fuerte, ejerzan un impacto negativo mayor sobre la brecha del producto en Colombia. En la senda central y en las proyecciones de la balanza

de pagos se incluye un crecimiento económico de 0% para Venezuela durante 2010; sin embargo, muchos analistas esperan una nueva contracción del PIB.

Debe tenerse en cuenta que la senda central de pronóstico supone un canal de crédito activo que facilita la transmisión de la reducción de tasas de política al mercado, lo cual redundaría en menores tasas de interés a empresarios y consumidores. La rápida transmisión de la tasa de intervención del Banco de la República hacia las tasas pasivas y activas de la economía, junto con la estabilización de los indicadores de crédito, dan prueba de ello. Este panorama ayudaría a que la economía colombiana se recuperara del actual declive en la actividad productiva sin comprometer el objetivo de una inflación baja y estable.

De esta manera, el análisis de riesgo indica que existe una alta probabilidad de que la inflación termine 2010 dentro de la meta de largo plazo fijada por la JDBR (entre 2% y 4%). Como siempre, los pronósticos anteriormente descritos contemplan una política monetaria activa.

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 primera semana de febrero de 2010.

1. Proyecciones para 2010

En promedio, los analistas locales esperan un crecimiento económico de 2,4%, frente a 2,5% registrado en el Informe sobre Inflación anterior. Por su parte, las entidades extranjeras consultadas esperan un crecimiento promedio del PIB de 2,8%.

Cuadro A1
Proyecciones para 2010

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores	2,5	3,8	1.759	4,7	(3,9)	11,2
ANIF ^{a/}	2,3	3,5	n.d.	5,0	(3,6)	12,0
Banco de Bogotá	2,5	3,1	2.000	5,0	3,8	12,0
Banco Santander	2,1	4,1	2.170	5,2	(3,5)	12,6
Bancolombia	2,2	3,4	1.870	3,8	(3,7)	12,5
BBVA Colombia ^{a/}	2,4	3,8	2.070	4,2	(4,5)	14,2
Corficolombiana ^{a/}	2,0	3,5	1.945	5,0	(4,5)	n.d.
Corredores Asociados ^{a/}	3,5	4,1	2.100	4,9	(4,8)	12,5
Correval	2,0	3,5	1.890	5,3	(3,9)	11,4
Fedesarrollo	2,1	3,2	2.020	n.d.	(3,4)	13,5
Promedio	2,4	3,6	1.980	4,8	(3,2)	12,4
Analistas externos						
Citibank ^{a/}	2,5	3,9	2.050	5,9	(4,8)	12,4
Deutsche Bank	2,4	3,5	2.140	n.d.	n.d.	n.d.
Goldman Sachs	3,1	3,8	2.050	n.d.	(3,7)	n.d.
JP Morgan	3,0	3,8	2.000	3,5	(3,7)	n.d.
Promedio	2,8	3,8	2.060	4,7	(4,1)	12,4

n.d. no disponible.

a/ La proyección de déficit corresponde al del Gobierno Nacional Central.

Fuente: encuesta electrónica.

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales prevén un incremento de 3,6% en los precios al finalizar el año, mientras que los extranjeros esperan 3.8% en promedio. Estos valores se encuentran dentro del rango meta fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2010 (entre 2,0% y 4,0%).

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la TRM finalice el año en un valor promedio de \$1.980, frente a \$2.011 estimado en la encuesta realizada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a \$2.060 para el cierre de año.

Para la DTF los analistas locales y extranjeros proyectan valores de 4.8% y 4.7%, respectivamente. Adicionalmente, los analistas nacionales consultados esperan que la tasa de desempleo se ubique en 12.4%.

2. Proyecciones para el 2011

Para el 2011 los analistas nacionales prevén un crecimiento de 3.7% frente a 3.6% estimado por los analistas extranjeros. Con respecto a la inflación, los analistas locales proyectan una inflación ligeramente superior que los internacionales (3.8% frente 3.7%). En cuanto al tipo de cambio, las entidades nacionales y externas esperan valores promedio del tipo de cambio de \$2.071 y \$2.077, respectivamente.

Cuadro A2
Proyecciones para 2011

Proyecciones para 2014			
	Crecimiento del PIB real	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
	(porcentaje)		
Analistas locales			
Alianza Valores	3,5	4,2	2.068
ANIF	4,0	4,0	n.d.
Banco de Bogotá	3,5	4,0	2.100
Banco Santander	2,7	3,6	2.454
Bancolombia	3,5	3,8	1.985
BBVA Colombia	3,5	3,4	2.003
Corficolombiana	4,0	3,2	1.970
Corredores Asociados	5,0	4,6	2.150
Correval	4,0	3,8	1.928
Fedesarrollo	3,6	3,4	1.985
Promedio	3,7	3,8	2.071
Analistas externos			
Citibank	3,5	3,6	2.000
Deutsche Bank	2,8	n.d.	2.220
Goldman Sachs	4,0	3,5	2.011
JP Morgan	4,0	4,0	n.d.
Promedio	3,6	3,7	2.077

n.d. no disponible.
Fuente: encuesta electrónica.