



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Marzo de 2010

ISSN - 1657 - 7973



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Marzo de 2010*

* Presentado por el equipo técnico a la Junta Directiva,
para su reunión del 30 de abril de 2010.

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

ISSN - 1657 - 7973

LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

OBJETIVOS

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

HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

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

PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

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

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

COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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

CONTENIDO

Evolución de la situación inflacionaria y decisiones de política monetaria

I.	La inflación y sus determinantes	15
	A. Desarrollos recientes de la inflación	15
	B. Determinantes de la inflación	20
	Recuadro 1: El ingreso disponible en Colombia en un año de bajo crecimiento	39
	Recuadro 2: Análisis retrospectivo del comportamiento de la economía colombiana durante 2009, según el modelo <i>Patacon</i>	43
II.	Mercados financieros	47
	A. Mercados externos	47
	B. Mercados financieros internos	53
III.	Perspectivas macroeconómicas	66
	A. Contexto internacional	66
	B. Balanza de pagos	72
	C. Crecimiento interno para 2010	73
	D. Pronósticos de inflación	76
	Recuadro 3: Importancia de las rigideces nominales y reales en un modelo de equilibrio General para Colombia	82
	Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	85

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Inflación anual al consumidor	15
Gráfico 2	Indicadores de inflación básica anual	17
Gráfico 3	Inflación anual de transables y no transables sin alimentos ni regulados	18
Gráfico 4	Inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados	19
Gráfico 5	Inflación anual de regulados y sus componentes	19
Gráfico 6	Inflación anual de alimentos	19
Gráfico 7	Inflación de alimentos por causas	20
Gráfico 8	Crecimiento real del PIB	20
Gráfico 9	Crecimiento anual del PIB de transables y no transables	26
Gráfico 10	Índice de confianza del consumidor, de Fedesarrollo	26
Gráfico 11	Crecimientos del consumo de los hogares y del comercio al por menor	26
Gráfico 12	Formación bruta de capital fijo diferente de construcción y obras civiles e importación de bienes de capital en pesos reales	27
Gráfico 13	Índice de producción industrial sin trilla de café	27
Gráfico 14	Demanda de energía total	28
Gráfico 15	Ocupados en el total nacional	29
Gráfico 16	Ocupados en las 13 áreas metropolitanas	29
Gráfico 17	Ocupados por tipo de empleo	29
Gráfico 18	Tasa de subempleo objetivo	29
Gráfico 19	Asalariados como proporción de la población total (PT) e ICC	30
Gráfico 20	A. Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO)	30
	B. Expansión de la oferta y la demanda de trabajo	30
Gráfico 21	Tasa de desempleo (TD)	30
Gráfico 22	Índice de salarios sectoriales nominales: construcción pesada y vivienda	31
Gráfico 23	Índice de salarios nominales: industria y comercio	31
Gráfico 24	IPP total	33
Gráfico 25	IPP por procedencia	33
Gráfico 26	IPP de producidos y consumidos por rama de actividad económica	33
Gráfico 27	IPP implícito en dólares	33
Gráfico 28	Índices de costos no salariales a partir de la SAM	34
Gráfico 29	Utilización de capacidad instalada (UCI)	35
Gráfico 30	Crecimiento anual del PIB: observado y potencial	35
Gráfico 31	Brecha del producto	35
Gráfico 32	Porcentaje de credibilidad en la meta de inflación de los años 2003 a 2010	36
Gráfico 33	Inflación observada y expectativas de inflación	36
Gráfico 34	Pronóstico de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	37
Gráfico 35	Pronóstico de inflación anual sin alimentos, según bancos y comisionistas de bolsa	37
Gráfico 36	Pronóstico de inflación de alimentos implícita, según bancos y comisionistas de bolsa	37

Gráfico 37	<i>Break-even inflation</i> a uno, cinco y diez años	37
Gráfico 38	Índice de aversión al riesgo (VIX) y tesoros de corto plazo en los Estados Unidos	49
Gráfico 39	<i>Credit default swaps</i> (CDS) de algunas economías desarrolladas	49
Gráfico 40	Índices de acciones MSCI en países desarrollados	49
Gráfico 41	Comportamiento del euro	50
Gráfico 42	Crédito comercial e industrial real en los Estados Unidos	50
Gráfico 43	Crédito de consumo real en los Estados Unidos	50
Gráfico 44	Diferenciales en tasas de los mercados interbancarios: Libor vs. OIS a tres meses	51
Gráfico 45	<i>Emerging markets bond index</i> (EMBI+) Latinoamérica	51
Gráfico 46	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a cinco años en Latinoamérica	51
Gráfico 47	Índices de acciones MSCI por regiones	51
Gráfico 48	Comportamiento del dólar año corrido	52
Gráfico 49	Base monetaria por usos	57
Gráfico 50	A. Agregados monetarios B. M3 real	57
Gráfico 51	Cartera bruta con <i>leasing</i> (M/N)	58
Gráfico 52	Cartera comercial M/N más deuda corporativa	58
Gráfico 53	Agregado cartera M/E y endeudamiento externo del sector privado no financiero	58
Gráfico 54	A. Cartera en riesgo/cartera bruta B. Cubrimiento de riesgo	60
Gráfico 55	A. Percepción de acceso al crédito B. Percepción actual de la disponibilidad de crédito	61
Gráfico 56	Tasa de política, IBR y TIB	61
Gráfico 57	Tasas nominales pasivas de interés	61
Gráfico 58	A. Tasas reales activas de interés comerciales B. Tasas reales activas de interés hogar	63
Gráfico 59	A. Tasas de interés TES cero cupón B. Tasa de interés real TES cero cupón diez años	63
Gráfico 60	A. Bolsa de Valores de Colombia B. Apalancamiento en el IGBC	64
Gráfico 61	Índices de precios reales de vivienda y cartera hipotecaria real	64
Gráfico 62	A. Cartera hipotecaria/PIB edificaciones B. Desembolsos cartera hipotecaria/PIB edificaciones	65
Gráfico 63	Ventas al por menor en las economías desarrolladas	67
Gráfico 64	Cambio en inventarios en los Estados Unidos	67
Gráfico 65	PIB de las economías desarrolladas	68
Gráfico 66	Tasas de desempleo y despidos en los Estados Unidos	69
Gráfico 67	Duración del desempleo en los Estados Unidos	69
Gráfico 68	PIB de algunas economías emergentes	69
Gráfico 69	Participación de Colombia en las importaciones de Venezuela	69
Gráfico 70	Precio internacional del petróleo - WTI	70
Gráfico 71	Inflación total de las economías desarrolladas	71
Gráfico 72	Inflación básica de las economías desarrolladas	71
Gráfico 73	Inflación total en algunos países de Latinoamérica	72
Gráfico 74	Cuenta corriente	73
Gráfico 75	Imaco: Líder cinco meses del PIB	75
Gráfico 76	Rango de pronóstico del PIB de 2010	75
Gráfico 77	Porcentaje de rubros del IPC de transables sin alimentos ni regulados con variaciones mensuales negativas	77

Gráfico 78	Porcentaje de rubros del IPC total con variaciones mensuales negativas	77
Gráfico 79	<i>Fan chart</i> de la inflación total	80
Gráfico 80	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	80

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Descomposición de la inflación anual según presiones alcistas	17
Cuadro 2	Variación anual del PIB por tipo de gasto	22
Cuadro 3	Variación anual del PIB por ramas de la actividad económica	25
Cuadro 4	Recientes crisis de deuda en mercados desarrollados (MD) contra altos déficits en mercados emergentes (ME)	48
Cuadro 5	Fuentes de la base monetaria	56
Cuadro 6	Balance de las principales cuentas de las entidades de crédito	59
Cuadro 7	Tasas de interés nominales	62
Cuadro 8	Evolución de los pronósticos de crecimiento real de nuestros socios comerciales	70
Cuadro 9	Precios internacionales	71

EVOLUCIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA

En marzo de 2010 la inflación anual fue 1,84%, cifra inferior en 25 puntos básicos (pb) a la observada en febrero, y menor en 16 pb que el registro de diciembre de 2009. Este descenso en la inflación anual, y especialmente el de marzo, no fue proyectado por el equipo técnico del Banco de la República, ni por el promedio de analistas del mercado, ya que se esperaba que en el primer trimestre del presente año la inflación aumentara.

Parte de la sobrestimación de la inflación se originó en la proyección del IPC de alimentos. A finales de 2009 la presencia del fenómeno de El Niño y su efecto negativo sobre el clima y las cosechas hizo preveer que los precios de este grupo se incrementarían desde el inicio de 2010, pero con mayor énfasis en el segundo y tercer trimestres. No obstante, a pesar de que en marzo algunos precios de productos perecederos registraron aumentos significativos, la variación anual del IPC del total de alimentos fue de 0,34%, resultado inferior al esperado.

Varios hechos pueden estar contrarrestado el efecto negativo que ha tenido la presencia del fenómeno de El Niño sobre los precios de los alimentos. En primer lugar, las restricciones de comercio con Venezuela ampliaron la oferta interna de carne, verduras y otros productos procesados que se exportaban hacia ese país. De igual forma, la estabilidad en algunos precios internacionales, junto con la apreciación de la tasa de cambio, también contribuyeron al menor incremento de los precios de alimentos importados. Por otra parte, la debilidad en la demanda y un alza en los costos salariales más coherentes con la meta de inflación de largo plazo, han hecho que el precio de rubros como las comidas fuera del hogar muestre una marcada desaceleración desde comienzos de 2009. Por último, no se pueden descartar mejoras importantes en los canales de distribución y en los factores de producción de los alimentos, lo cual mitiga el alza de precios.

Aunque los anteriores aspectos, que disminuyen el impacto del fenómeno del El Niño sobre el precio de los alimentos, fueron tenidos en cuenta para realizar las proyecciones en el informe pasado, su incidencia a la baja ha sido más intensa que lo previsto. Por tal motivo, el equipo técnico espera que los precios de los alimentos

aumenten, pero a un ritmo menor que el proyectado en diciembre. Así, se estima que este choque temporal de precios se siga sintiendo con mayor intensidad en el segundo y tercer trimestres de 2010, pero en esta ocasión no conduciría a la inflación total por fuera del rango meta, tal como se pronosticaba en el informe anterior para dichos periodos. La reversión del choque de precios de los alimentos se daría hacia finales del año y comienzos de 2011. De esta forma, el mejor comportamiento del IPC de alimentos reduce los riesgos de tener efectos de segunda ronda sobre los demás precios de la economía.

La desaceleración en la inflación también se dio en el IPC sin alimentos (2,4%). Igual comportamiento lo presentaron las otras medidas de inflación básica y, a marzo de 2010, el promedio de las cuatro medidas que calcula oficialmente el Banco se ubicó en la franja inferior del rango meta.

Dentro del IPC sin alimentos el mayor descenso en el crecimiento anual lo presentó el grupo de transables, el cual se viene desacelerando de forma continua desde agosto de 2009, y se situó en 0,27% en marzo del presente. La apreciación de la tasa de cambio y una brecha de producto negativa explicaron parte de este comportamiento. Aunque en menor media, desde agosto pasado los no transables también han registrado un ritmo de aumento anual decreciente, y a marzo de 2010 llegó a 3,98%. Por su parte, el grupo de regulados, que a lo largo de 2009 se venía desacelerando, cambió su tendencia en lo corrido de 2010 y en marzo registró un incremento anual de 3,37%.

En materia de crecimiento económico, los resultados del PIB real, publicados por el Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE) para el último trimestre de 2009, dieron cuenta de una dinámica mejor a la esperada, explicada, principalmente, por el comportamiento del consumo del Gobierno y por las obras civiles. El gasto de los hogares también se recuperó, pero a un ritmo menor que el de su promedio histórico. El incremento real de las exportaciones e importaciones se mantuvo en terreno negativo.

Para el primer trimestre de 2010 los indicadores de actividad económica disponibles muestran una economía que crece a un ritmo más rápido que el proyectado. Factores como los mejores resultados de la economía mundial, la recuperación en la confianza de los agentes y el dinamismo de varios indicadores líderes muestran la fortaleza de esta dinámica. Para todo 2010 el equipo técnico proyecta un crecimiento económico entre 2% y 4%, siendo el punto medio el más probable. A pesar de esta recuperación, la brecha del producto continuaría negativa, lo que implicaría una reactivación sin presiones inflacionarias.

En el mercado laboral el aumento del empleo no ha compensado la mayor oferta de trabajo y, en consecuencia, la tasa de desempleo aún se mantiene en niveles altos. Al quitar el efecto estacional de la serie de desempleo, la tendencia sugiere que esta variable no crecería más, e incluso, que podría descender. De todos modos, el mercado laboral seguirá holgado, con bajas presiones sobre los salarios. Adicionalmente, el aumento del empleo sigue concentrado en el sector informal

y de baja calidad, hecho que podría afectar la confianza de los consumidores e impedir un incremento más acelerado del gasto de los hogares.

En lo corrido del presente año hasta marzo el agregado monetario más amplio (M3) mantuvo un crecimiento anual relativamente estable, cercano a 7%. Similar comportamiento presentó la cartera bruta total en moneda nacional, con un aumento anual alrededor de 5%. La cartera hipotecaria continuó registrando incrementos anuales importantes, y la de consumo siguió recuperándose de forma lenta pero continua. La comercial fue la menos dinámica, en parte, esto se explica por los prepagos de grandes empresas y la emisión de bonos del sector real. El cambio en la estacionalidad de Semana Santa también afectó los indicadores de cartera.

En el pasado trimestre las tasas de interés pasivas y las de créditos comerciales detuvieron su descenso. Por su parte, las tasas de interés para los hogares, especialmente la de consumo y, en menor medida, la hipotecaria, volvieron a presentar descensos. En términos reales, tanto las pasivas como las activas se incrementaron en marzo debido a la desaceleración de la inflación sin alimentos.

En el panorama externo, el crecimiento mundial siguió acelerándose gracias a la recuperación de las grandes economías emergentes y a la de los Estados Unidos. En general, los resultados de crecimiento económico tendieron a ser mejores que lo esperado y, por ello, los pronósticos de PIB para 2010 aumentaron. La notable excepción ha sido Europa, en donde los elevados niveles de deuda pública y las dudas sobre su sostenibilidad en países como Grecia, Portugal y España, han puesto a prueba la solidez de la zona del euro. Hasta el momento la incertidumbre del mercado sobre el tipo y monto de ayuda que darán los países miembros a Grecia, junto con los requisitos que exigirán a cambio de dicha ayuda, ha generado desvalorizaciones en las bolsas internacionales y devaluaciones de las monedas con respecto al dólar, especialmente del euro. De esta forma, el impacto que pueda tener esta crisis sobre los otros dos países y sobre la dinámica de la economía mundial dependerá del tipo de solución que le de la Comunidad Europea.

En resumen, en el primer trimestre de 2010, tanto la inflación total como todas las desagregaciones del IPC que calcula tradicionalmente el Banco (básicas, alimentos, regulados, transables sin alimentos ni regulados y no transables sin alimentos ni regulados), se encuentran por debajo del límite superior del rango meta. Todas las medidas se desaceleraron, con excepción de los grupos de regulados y alimentos. Lo anterior generó un descenso de los pronósticos de inflación del Emisor y de las expectativas de inflación del mercado, y aumentó la probabilidad de cumplir la meta de incremento de precios en el presente y siguiente años.

Pese al mayor crecimiento de la economía, la brecha del producto se mantiene negativa, hecho que, aunado al buen comportamiento de la inflación y de las expectativas, permite una política monetaria aún más expansiva, sin comprometer las metas de inflación y la estabilidad macroeconómica.

Por lo anterior, en su sesión del 30 de abril la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió reducir la tasa de interés de intervención en 50 pb, para situarla en 3%. Dado los mayores depósitos por parte de la Tesorería General de la Nación en el Banco de la República, también decidió suspender la venta de TES que se venía haciendo mensualmente para contrarrestar el efecto monetario de la acumulación de reservas.

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

Junta Directiva del Banco de la República

INFORME SOBRE INFLACIÓN

Elaborado por:

Departamento de Programación e Inflación
Subgerencia de Estudios Económicos

Gerencia Técnica

Hernando Vargas

Gerente

Subgerencia de Estudios Económicos

Jorge Hernán Toro

Subgerente

Departamento de programación e inflación

Carlos Huertas

Director

Sección de Inflación (*)

Adolfo León Cobo

Jefe

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, Daira Garrido y Carolina Arteaga, 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

Contrario a lo esperado, la inflación al consumidor se redujo en el primer trimestre, situándose por debajo del rango meta.

El efecto de El Niño sobre el precio de los alimentos ha sido menor que el esperado y fue compensado principalmente por un choque negativo de demanda debido a la caída de las ventas a Venezuela.

A finales de 2009 la economía se expandió y todo indica que esta tendencia se mantuvo en el primer trimestre de 2010. No obstante, las restricciones al comercio siguieron afectando a los sectores exportadores de manufacturas.

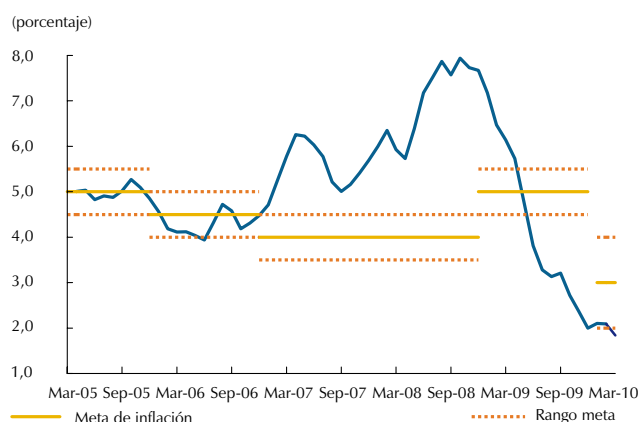
Los altos niveles de desempleo y las menores expectativas de inflación han permitido ajustes salariales acordes con la meta de largo plazo.

A. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

La inflación anual al consumidor se redujo nuevamente durante el primer trimestre del año, contrario a lo que se esperaba en el *Informe sobre Inflación* de diciembre y a lo que los analistas habían proyectado. A marzo el resultado fue de 1,84%, situándose por debajo del piso de la meta definido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para 2010, el cual también es el de largo plazo (de 2% a 4%). El resultado a diciembre había sido 2,0% (Gráfico 1).

La reducción de la inflación observada en el primer trimestre es significativa si se tiene en cuenta que en una parte considerable de la canasta del índice de precios al consumidor (IPC) se presentan incrementos de precios durante los primeros meses del año. En el pasado, cerca del 43% de la inflación de cada año se causó, en promedio, en este período.

Gráfico 1
Inflación anual al consumidor



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Los pronósticos han sobrestimado la inflación en los últimos trimestres.

En los informes anteriores, al igual que en los pronósticos del mercado, se había previsto un aumento de la inflación anual para el primer trimestre de este año, por dos razones. En primer lugar, porque se anticipaban presiones alcistas en los precios de los alimentos, debido a los efectos del fenómeno de El Niño. En segundo lugar, porque se esperaban ajustes, mayores a los finalmente observados, en los precios de otros bienes y servicios, en particular de los precios de transables que son más sensibles a las variaciones en la tasa de cambio.

La sobrestimación de la inflación al consumidor es algo que se ha venido presentando desde hace algunos trimestres. Durante 2009 este fenómeno se explicó porque la recesión mundial redujo las presiones de costos más fuertemente que lo estimado, originadas en los altos precios de las materias primas y del petróleo de años anteriores, y porque conllevó una contracción de la actividad económica interna a finales de 2008, que aunque leve, también desincentivó los aumentos de precios en Colombia. Además, la depreciación del tipo de cambio fue de una duración menor que la prevista y para el segundo semestre se revirtió, permitiendo la caída de varios precios transables y contribuyendo a disminuir las expectativas de inflación.

Para el primer trimestre algunos de estos factores desinflacionarios se mantuvieron con una intensidad mayor que la contemplada en el informe anterior. En particular, el tipo de cambio continuó presentando una tendencia hacia la apreciación, lo que ha moderado aún más los ajustes de precios de transables, o incluso ha permitido su disminución, como se observó en marzo. Así mismo, la baja inflación con que terminó 2009 coadyuvó a disminuir los ajustes salariales a niveles compatibles con el rango meta de largo plazo, e indujo ajustes menores a los usuales en los precios de varios bienes y servicios altamente indexados, al tiempo que se reducían las expectativas de inflación.

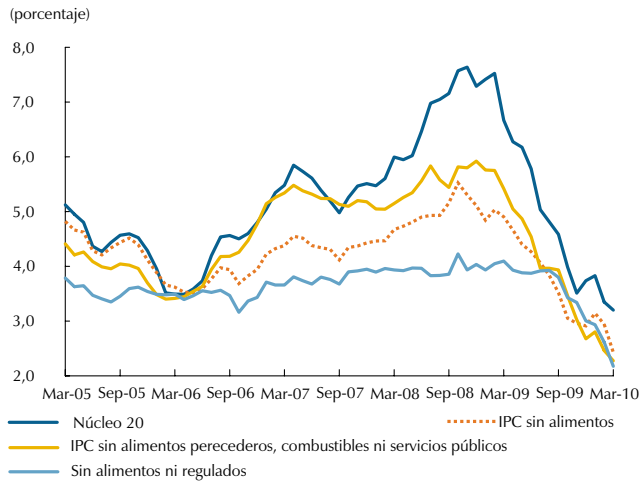
A todo lo anterior se sumó un efecto bajista en precios de alimentos y de otros bienes más fuerte que el previsto, por cuenta del colapso de las exportaciones hacia Venezuela. Todo esto ayudó a neutralizar parte de las presiones alcistas que se esperaban debido al choque de oferta asociado con el fenómeno de El Niño. Adicionalmente, es probable que otros factores que no se tuvieron en cuenta inicialmente, y que están relacionados con el cambio en la composición del gasto de las familias y con alguna modernización en la estructura productiva de Colombia, hayan permitido (y estén permitiendo) que El Niño y otros choques de oferta similares tengan menor impacto inflacionario que el que se observó en las tres o cuatro décadas anteriores.

1. Inflación básica

La inflación básica disminuyó de manera importante.

La inflación básica, que reúne aquellos precios que están más directamente influenciados por la política monetaria, disminuyó de manera importante en el primer trimestre del año. En particular, el promedio de los tres indicadores que aparecen en la página web del banco se situó en 2,6% en marzo, cayendo 48 puntos básicos

Gráfico 2
Indicadores de inflación básica anual



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

(pb) frente al resultado de diciembre. Si se adiciona en el promedio un cuarto indicador —la inflación sin alimentos ni regulados—, los resultados son similares: pasa de 3,1% en diciembre a 2,5% en marzo. La inflación básica viene presentando un descenso fuerte y continuo desde marzo de 2009 (Gráfico 2).

El mayor registro de inflación básica lo sigue teniendo la inflación núcleo, con 3,2% en marzo, mientras que el menor corresponde al IPC sin alimentos ni regulados, con 2,2%. La inflación sin alimentos, por su parte, se ubicó en 2,4% en marzo, frente a 2,9% de diciembre. De esta forma, todos los indicadores se situaron dentro del rango meta.

A diferencia de lo que aconteció durante los primeros tres trimestres de 2009, hacia finales del año pasado y en los primeros tres meses de 2010 la caída de la inflación anual se concentró en los precios de los transables y no transables, excluyendo alimentos, combustible y energía (Cuadro 1). Esto fue lo que hizo posible la reducción importante en la inflación básica anual, tal y como la miden los diferentes indicadores estimados por el Emisor, y sugiere que en los últimos meses han estado presentes factores deflacionarios permanentes, originados en una demanda débil, altos excesos de capacidad productiva, unas expectativas de inflación a la baja y la apreciación del tipo de cambio.

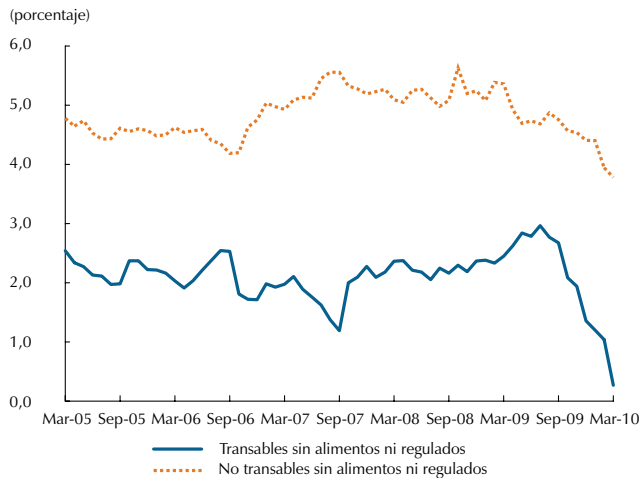
En el caso del IPC de transables sin alimentos ni regulados, la variación anual de marzo fue 0,3%, significativamente menor que la observada tres meses atrás (1,4%) y también mucho más baja que lo anticipado por el Banco de la República.

Cuadro 1
Descomposición de la inflación anual según presiones alcistas

Descripción	Ponderación	Crecimiento anual				Participación porcentual en la desaceleración (año corrido)
		Dic-09	Ene-10	Feb-10	Mar-10	
Inflación						
Total	100,00	2,00	2,10	2,09	1,84	100,00
Sin alimentos	71,79	2,91	3,14	2,94	2,43	213,51
Transables	26,00	1,36	1,20	1,04	0,27	174,79
No transables	30,52	4,41	4,40	3,94	3,78	115,02
Regulados	15,26	2,58	3,92	4,15	3,37	(76,29)
Alimentos	28,21	(0,31)	(0,54)	(0,07)	0,34	(113,51)
Hortalizas, frutas, tubérculos y leche	5,12	(4,24)	(3,69)	(0,64)	0,62	(153,86)
Cereales, aceites y otros	8,03	(3,93)	(4,12)	(3,10)	(2,67)	(65,58)
Comidas fuera del hogar y otros	11,59	5,07	4,83	4,03	4,14	63,69
Carne de res y sustitutos	3,47	(4,13)	(5,60)	(6,20)	(6,17)	42,23

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

El dato de marzo es el más bajo que se ha presentado desde que se estima la serie (1983) (Gráfico 3). En los dos últimos meses la tendencia decreciente se aceleró, presentándose caídas absolutas en los precios de una gama amplia de bienes, algo que era poco usual en el pasado. Los rubros que más han contribuido a esta caída son los vehículos, los pasajes aéreos y los servicios y aparatos de telefonía.

La apreciación del tipo de cambio explica parte del comportamiento de los transables en los últimos trimestres. Sin embargo, la intensidad de su caída sugiere la presencia de otros factores que en el pasado desempeñaron un papel menos importante; entre ellos se puede mencionar la debilidad de la demanda interna, que probablemente se sumó a unos precios internacionales de manufacturas estancados o decrecientes debido a la

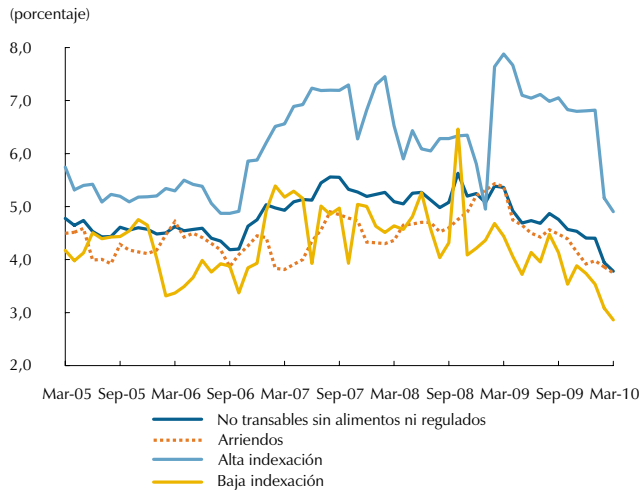
recesión mundial. Es posible que en este entorno la trasmisión de la apreciación a los precios internos haya aumentado.

Así mismo, las expectativas de inflación interna a la baja, junto con las menores alzas en salarios, pueden haber contribuido a reducir los ajustes. Por último, las series de transables han mostrado una gran persistencia en el pasado, lo que puede ayudar a reducir y mantener bajos los precios en un contexto en el cual éstos están cayendo. Adicionalmente, parecería estarse dando como resultado una mayor flexibilidad de los precios a la baja en comparación con lo que sucedía antes, por lo menos en lo que atañe a los bienes transables (véase capítulo III).

Los no transables sin alimentos ni regulados también contribuyeron a contraer la inflación básica y total, aunque en una menor magnitud que los transables: en este caso la variación anual pasó de 4,4% en diciembre a 3,8% en marzo, muy en línea con las previsiones del Banco (Gráfico 3). Todos los componentes del grupo (arriendos, alta indexación y baja indexación) han caído a lo largo de 2010, manteniendo la tendencia decreciente que se observa desde el segundo trimestre del año pasado (Gráfico 3).

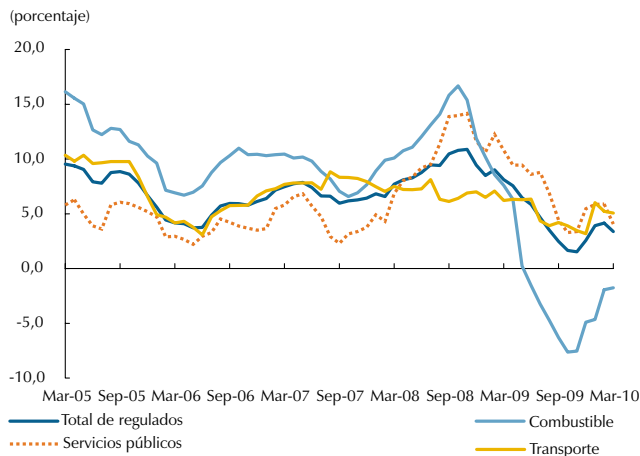
Dentro de los no transables, cabe destacar el comportamiento de los rubros altamente indexados, como educación y salud, entre otros. A marzo el IPC de esta subcanasta presentó una variación anual de 4,8%, frente a 6,8% registrada en diciembre de 2009. Por su parte, los rubros de baja indexación continuaron marcando una inflación inferior al resto del grupo (2,9%), como viene ocurriendo en los últimos años. En cuanto a arriendos, todo indica que han sido afectados por la debilidad de la demanda desde el segundo trimestre del año pasado: su variación anual pasó de 5,4% en marzo de 2009, a 3,9% en diciembre y a 3,7% en marzo de 2010 (gráficos 3 y 4).

Gráfico 4
Inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados



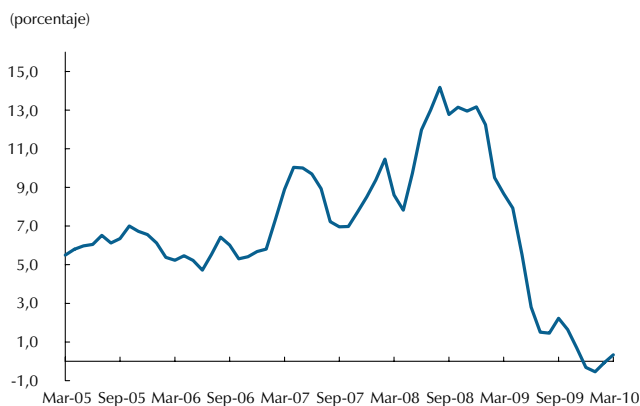
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 5
Inflación anual de regulados y sus componentes



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 6
Inflación anual de alimentos



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En el corrido de 2010 el único grupo que viene impulsando el IPC sin alimentos al alza es el de regulados, cuya variación anual pasó de 2,6% en diciembre de 2009 a 3,4% en marzo (Gráfico 5). En el informe trimestral anterior se había anticipado un aumento en este indicador. Las alzas en los precios de los combustibles explican el grueso de la aceleración de regulados: de acuerdo con lo dispuesto por el Gobierno nacional, los precios minoristas de la gasolina aumentaron \$200, mientras que los del ACPM lo hicieron en \$100 como resultado de los precios internacionales.

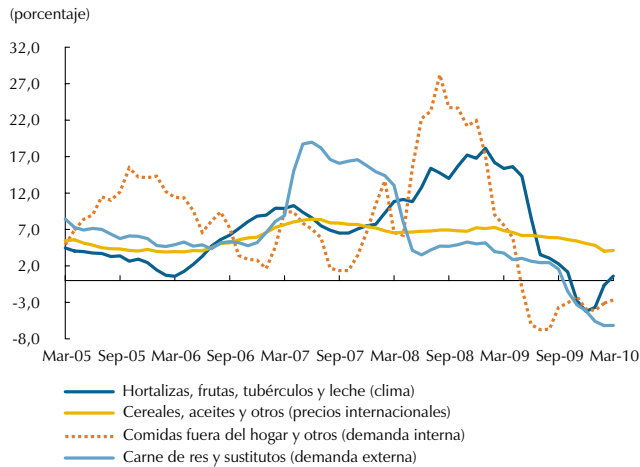
Los otros dos componentes del grupo regulados (transporte y servicios públicos) ejercieron también presiones. En el caso de servicios públicos, y en particular de energía, los aumentos de tarifas habían sido del 4% en lo corrido del año y estarían asociados, parcialmente, con el fenómeno de El Niño. La escasez de lluvias desde el cuarto trimestre de 2009 explicaría en parte el incremento del valor de la energía transado en la bolsa en más del 100%: el kilovatio por hora valía en bolsa \$120 a comienzos de año, en tanto que a finales de marzo superaba los \$280.

2. Inflación de alimentos

Luego de liderar la reducción en la inflación durante todo 2009, con caídas en los niveles de los precios hacia finales de año, el IPC de alimentos comenzó a repuntar desde enero. En términos de variaciones anuales pasó de -0,3% en diciembre de 2009 a 0,3% en marzo de este año (Gráfico 6). Aunque en el Informe sobre Inflación anterior se había anticipado un alza para el primer trimestre, el resultado final fue significativamente menor al previsto. Al parecer, algo similar sucedió con las expectativas del mercado, como se desprende del análisis de las expectativas de los agentes (que se presentan al final de este capítulo).

El fenómeno de El Niño tuvo un efecto en los precios de alimentos perecederos como las hortalizas legumbres, tubérculos y frutas, rubros que empezaron a registrar aumentos de alguna consideración (Gráfico 7). Sin embargo, estas alzas fueron contrarrestadas por caídas no esperadas en los precios de otros bienes que, como la carne y sus sustitutos, resultaron afectados

Gráfico 7
Inflación de alimentos por causas



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

más allá de lo previsto por la debilidad de la demanda interna, y especialmente por la caída de las ventas hacia Venezuela. La lenta recuperación del consumo de los hogares a finales de 2009 y a comienzos de este año también moderó los aumentos en el rubro de comidas fuera del hogar, el cual tiene una participación importante en el IPC de alimentos (cerca del 30%).

Con respecto a lo último, el cambio en el patrón del consumo de los hogares en los últimos años, en donde han ganado participación las comidas fuera del hogar y los alimentos procesados, en general, a costa de la participación en alimentos perecederos con precios más volátiles, puede estar reduciendo el impacto de los choques de oferta de índole climático en la inflación total. A esto podrían estarse sumando otros cambios

en la producción, asociados con mejoras técnicas, aumento de la frontera agrícola, uso más intensivo de insumos y recursos hídricos, mejores vías de comunicación y mayor integración entre mercados regionales, entre otros. Sobre estos aspectos, sin embargo, la información disponible es poca.

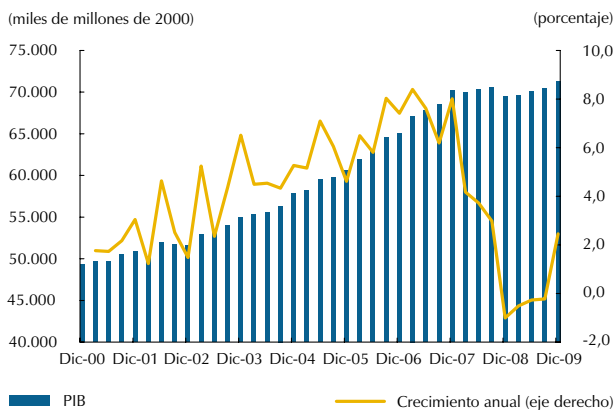
Cabe señalar, no obstante, que en este informe, al igual que en el anterior, se espera que el grueso del impacto del fenómeno de El Niño se sienta en el segundo y comienzos del tercer trimestre. Por esta razón, y otras que se discuten en el capítulo III, se esperan aumentos en la variación anual del IPC de alimentos en los próximos meses.

B. DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

1. Demanda agregada

a. El PIB de 2009

Gráfico 8
Crecimiento real del PIB



Fuente: DANE

A finales de marzo el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) dio a conocer el crecimiento de la economía para el cuarto trimestre de 2009 y para el año completo. De acuerdo con esta entidad, el producto interno bruto (PIB) creció a una tasa anual de 2,5% en el último trimestre del año anterior (Gráfico 8) y lo hizo 0,4% para el año completo.

En general, el resultado para todo 2009 se situó dentro del rango esperado en los anteriores *Informes sobre Inflación* (entre -0,2% y +0,4% esperado en diciembre). Sin embargo, para el cuarto trimestre sí se presentó un

El crecimiento de finales de 2009 fue mayor que el esperado.

crecimiento mayor frente a lo previsto, lo cual sugiere que la economía podría estar recuperándose más rápidamente de lo esperado.

En términos de crecimiento trimestral, el PIB se expandió a una tasa de 1,1%, la mejor desde finales de 2007. Las primeras señales claras de recuperación se habían dado en el segundo trimestre de 2009. De hecho, fuera de la contracción que se observó a finales de 2008, no se volvió a registrar otra caída del PIB de un trimestre frente al anterior, sugiriendo que la recuperación ha sido suave y continua, aunque se ha dado a un ritmo lento.

Al igual que otros países emergentes de la región, Colombia supo resistir en gran medida el impacto de la crisis financiera internacional. A pesar de que en el segundo semestre la crisis coincidió con la imposición de restricciones comerciales por parte de Venezuela, las cuales debilitaron aún más la demanda agregada, la economía del país creció por encima de lo observado en las economías avanzadas (-3,2%) y en el promedio de América Latina (-1,7%).

La relativamente corta recesión y la recuperación en buena parte del año pasado fueron posibles, en gran medida, por la combinación de políticas monetarias y fiscales expansivas y por la solidez del sistema financiero colombiano, que mitigó el contagio de la crisis internacional. En particular, la reducción de tasas de interés y una caída pronunciada de la inflación reducida evitaron que el consumo de los hogares se contrajera en 2009 y presentara alguna recuperación en el cuarto trimestre: en el año completo este gasto creció 0,1%, y en el último trimestre 1,0%.

Aunque dichas tasas de crecimiento son bajas, si se comparan con las registradas en el pasado, resultan significativas porque el consumo se contrajo muy poco en términos absolutos y desde el segundo trimestre superó los niveles observados antes de la crisis. Esto es un resultado relevante en el marco de la fuerte recesión mundial (Cuadro 2).

El consumo público, por su parte, tuvo un impulso fuerte a partir del segundo semestre del año gracias a la política contracíclica implementada. Para el año completo este agregado creció 2,9%, mientras que para el cuarto trimestre lo hizo en 5,3%; de esta forma, el consumo del Gobierno se convirtió en uno de los componentes que en mayor medida contribuyó al crecimiento del PIB en 2009.

La inversión en obras civiles, que tiene un importante componente público y, por tanto, fue impulsada por el programa contracíclico del Gobierno, aumentó 33,9% en todo 2009 y alcanzó crecimientos anuales superiores al 40% en los últimos trimestres, gracias a que los gastos en carreteras prácticamente duplicaron su monto. Dicha dinámica contrastó con la fuerte contracción observada en los otros componentes de la formación bruta de capital, atenuando la caída de esta última variable, que se ubicó en -5,2% para todo el año. La inversión sin obras civiles y sin existencias, que es esencialmente de origen privado, cayó 12,4%.

La reducción de las tasas de interés y una caída pronunciada de la inflación evitaron la contracción del consumo en 2009.

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

	2009				2009 año completo	Contribución del año completo (pp)
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		
Consumo	(0,4)	0,2	1,2	2,0	0,7	0,6
Consumo de los hogares	(0,6)	(0,1)	0,2	1,0	0,1	0,1
Bienes no durables	(0,9)	(1,2)	2,2	1,3	0,3	0,1
Bienes semidurables	(1,8)	1,9	(0,4)	3,8	0,8	0,0
Servicios	1,2	1,9	0,1	1,5	1,2	0,4
Bienes durables	(7,5)	(7,6)	(5,7)	(4,6)	(6,4)	(0,3)
Consumo del Gobierno	0,3	1,1	4,7	5,3	2,9	0,5
Formación bruta de capital	(3,7)	(9,4)	(10,0)	3,0	(5,2)	(1,4)
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	(2,9)	(1,4)	(2,3)	0,3	(1,6)	(0,4)
FBCF diferente de obras civiles	(5,9)	(14,5)	(15,8)	(13,5)	(12,4)	(2,3)
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,8	1,9	4,3	7,5	4,2	0,0
Maquinaria y equipo	2,0	(19,0)	(19,8)	(19,6)	(14,4)	(1,4)
Equipo de transporte	(18,1)	(16,5)	(1,9)	(7,6)	(11,3)	(0,3)
Construcción y edificaciones	(14,5)	(8,8)	(17,9)	(7,7)	(12,4)	(0,7)
Servicios	2,0	(0,1)	(0,4)	(0,1)	0,3	0,0
FBCF en obras civiles	6,9	41,9	41,0	44,7	33,9	1,9
Existencias	(9,7)	(60,5)	(53,6)	26,4	(30,4)	(1,0)
Demanda final interna	(1,2)	(2,2)	(1,7)	2,2	(0,7)	(0,8)
Exportaciones	1,4	(4,9)	(10,8)	(18,0)	(8,2)	(1,5)
Importaciones	(2,0)	(10,6)	(12,0)	(11,4)	(9,1)	2,7
PIB	(0,5)	(0,3)	(0,2)	2,5	0,4	0,4

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

La disminución en la inversión privada, sobre todo de la destinada a la industria, se explicó en buena medida por la reducción de las demandas interna y externa, así como por el consecuente deterioro de la confianza de los empresarios. Estos factores, cuyo efecto se sintió con más fuerza en la primera mitad del año, generaron excesos de capacidad instalada y obligaron a los agentes a posponer algunos de sus planes de inversión.

En 2009 las compras y ventas externas contribuyeron en términos netos al crecimiento, pues la fuerte caída de las exportaciones (-8,2%) fue más que compensada con una disminución mayor de las importaciones (-9,1%). En dicho año, el comportamiento de las exportaciones estuvo fuertemente afectado por la caída en el crecimiento de los principales socios comerciales del país, a lo que en el segundo semestre se sumaron las restricciones comerciales impuestas por Venezuela, ya mencionadas. Esta última situación hizo que las exportaciones, medidas en pesos

reales, declinaran permanente a lo largo del año, sin mostrar signos de reactivación en el cuarto trimestre, a diferencia de lo que aconteció con los otros componentes de la demanda.

Las importaciones, por su parte, aunque también cayeron en términos anuales a lo largo de todo el año, empezaron a crecer en niveles a partir del segundo semestre, en concordancia con la recuperación del consumo. No obstante, los aumentos observados aún son incipientes, ya que al finalizar 2009 el valor de las importaciones en pesos constantes sólo alcanzaba el nivel observado en 2007 (véase Resaltado).

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES EN DOLARES A FEBRERO DE 2010

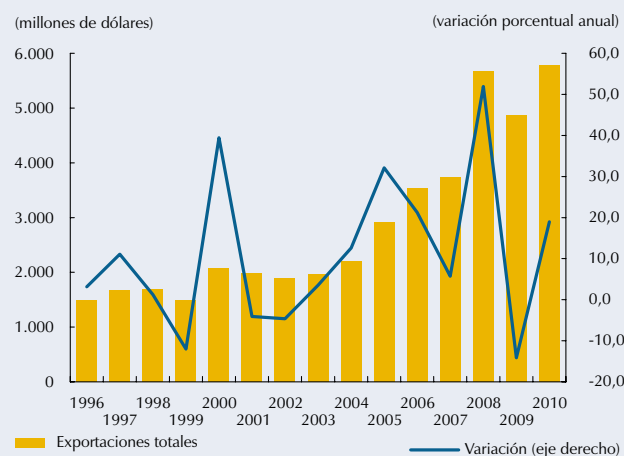
A la fecha de redacción de este informe el DANE había dado a conocer las cifras de exportaciones de enero y febrero. En estos dos primeros meses de 2010 las ventas al exterior crecieron a una tasa anual de 19% (Gráfico A), principalmente por un aumento de 65% en las exportaciones mineras y de 14,5% en las agropecuarias. Por el contrario, las exportaciones del sector industrial registraron una caída anual de 8,5% y de 19,8% al descontar productos tradicionales como café, ferroníquel, derivados del petróleo y oro. En volúmenes, sin embargo, sólo las exportaciones del sector minero presentaron un pequeño incremento (1,3% anual) debido, principalmente, a las mayores ventas de petróleo (33%).

Es importante mencionar que los principales productos de exportación (café, carbón, ferroníquel, petróleo y sus deriva-

dos), que representan el 64% del total de las ventas externas, mostraron en dicho período un crecimiento en valores de 53,7%, y en volúmenes de 1,5%, debido principalmente al comportamiento de petróleo y sus derivados. De esta forma, el buen desempeño de las exportaciones en dólares se debe, primordialmente, a los productos básicos de exportación, dados los aumentos de sus precios y, en menor medida, a los incrementos en las cantidades exportadas.

En lo corrido del año a febrero las exportaciones totales dirigidas al mercado de los Estados Unidos (el cual representó el 44% de la demanda total de nuestras exportaciones) registraron un crecimiento de 62,6%, debido principalmente a las mayores ventas de petróleo (200%) y, en menor medida, a las de productos agrícolas (29,5%). Por su parte, las exportaciones industriales dirigidas a dicho mercado presentaron niveles similares a los observados en el mismo período del año anterior, con una leve disminución de 0,2%.

Gráfico A
Exportaciones totales (enero a febrero)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

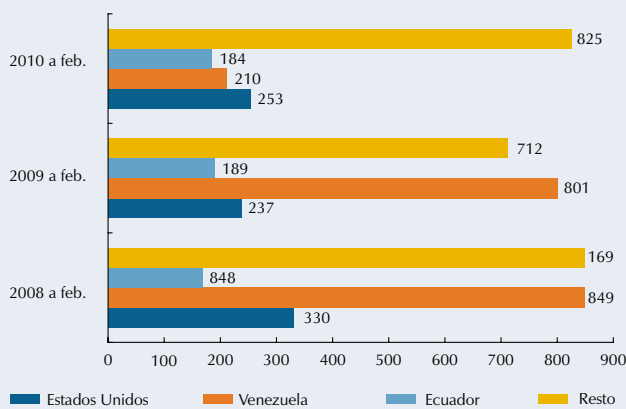
Cabe destacar el comportamiento de las ventas dirigidas a Asia (mercado que representó el 12% del total exportado), las cuales crecieron en términos anuales 168%, dado un incremento de 497% de las exportaciones mineras, de 73% de las industriales y de 10,2% de las agrícolas. Pese al buen crecimiento de las exportaciones industriales a este destino, su participación es aún muy baja.

En cuanto a las exportaciones dirigidas a Venezuela, éstas registraron una caída anual de 75%, al pasar de US\$905 m acumulados a febrero de 2009 a US\$226 m un año después, dada la caída generalizada de las ventas externas a dicho país. Así, las exportaciones agrícolas a Venezuela disminuyeron en dicho período 99,3%, las mineras 81,1% y las industriales 73,6%.

Todo lo anterior, junto con el leve incremento observado (alrededor de 11%) de las exportaciones industriales sin principales productos (café, ferroníquel, derivados del petróleo y oro) hacia destinos como la Unión Europea y el Resto de la Asociación Latinoamericana de Integración (Aladi), evidencian una débil recuperación de la demanda externa por productos industriales colombianos (Gráfico B).

En cuanto a las importaciones (CIF) en dólares, en lo corrido del año a febrero las totales crecieron 3,4% con respec-

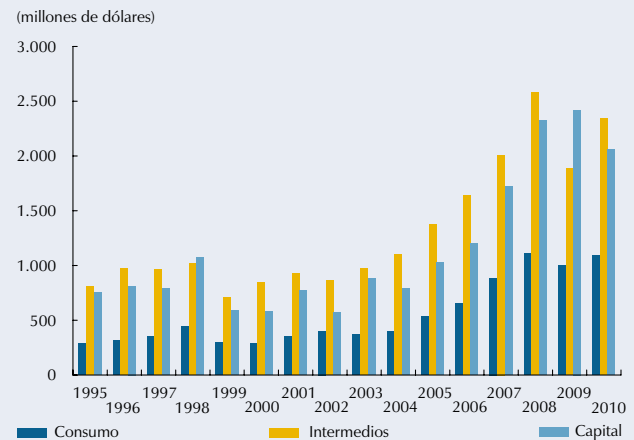
Gráfico B
Exportaciones del sector industrial sin los principales productos^{a/}
(millones de dólares)



a/ Los productos no considerados son: café, carbón ferroníquel, oro y petróleo, sus derivados.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

to al mismo período del año anterior. Las más dinámicas fueron las de bienes intermedios, con un crecimiento anual de 24,6%, seguidas por las de bienes de consumo, con 8,2%. En ambos casos se observó una recuperación en las tendencias de crecimiento frente a lo observado en 2009. Las importaciones de bienes de capital, por su parte, registraron una caída de 15,1% anual en este mismo período, continuando sin mostrar signos de recuperación en sus niveles (Gráfico C).

Gráfico C
Importaciones de bienes CIF
(enero a febrero)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Por ramas de actividad económica (Cuadro 3), los sectores que más contribuyeron al crecimiento anual del PIB tanto en todo 2009 como en el cuarto trimestre del año fueron las obras civiles, la minería y el sector financiero. El sector minero fue impulsado por el PIB petrolero, que mantuvo una permanente expansión en el transcurso del año, al crecer siempre a tasas anuales por encima de 10%. Este buen desempeño indica que los abundantes flujos de inversión extranjera de los últimos años, que han sido estimulados por los altos precios del petróleo y otras materias primas, ya empezaron a mostrar resultados en producción. Por su lado, el PIB de los establecimientos financieros y otros servicios creció 3,2%, gracias a que la exposición de los intermediarios financieros a la crisis externa fue relativamente baja, y a que dichas entidades se favorecieron adicionalmente por la valorización de los TES y de las acciones. A ello se sumó que los servicios inmobiliarios mantuvieron una dinámica de crecimiento similar a la observada en años anteriores (alrededor del 3% anual).

En contraste, los sectores con mayores caídas en 2009 resultaron ser la construcción de edificaciones y la industria. En el caso del PIB de construcción de edificaciones, las caídas anuales fueron persistentes en todo 2009, y las cifras del

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

	2009				2009 año completo	Contribución al crecimiento año completo (pp)
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.		
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	0,4	(0,4)	1,4	2,8	1,0	0,1
Explotación de minas y canteras	11,0	10,2	8,8	15,0	11,3	0,5
Industria manufacturera	(7,6)	(10,2)	(5,6)	(1,4)	(6,3)	(0,9)
Electricidad, gas y agua	0,4	(0,0)	1,7	2,9	1,2	0,0
Construcción	(2,9)	17,8	14,5	22,0	12,8	0,6
Edificaciones	(13,8)	(10,4)	(17,1)	(7,6)	(12,4)	(0,3)
Obras civiles	6,9	41,9	41,0	44,7	33,9	0,9
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	(2,5)	(4,9)	(4,3)	0,1	(2,9)	(0,4)
Transporte, almacenamiento y comunicación	(0,4)	(0,7)	(3,3)	(0,2)	(1,2)	(0,1)
Establecimientos financieros, segur., inmueb. y serv. a las empresas	4,9	4,2	0,7	2,8	3,1	0,6
Servicios sociales, comunales y personales	0,4	1,7	1,4	1,8	1,3	0,2
Subtotal valor agregado	(0,1)	0,2	0,2	3,0	0,8	0,7
Impuestos menos subsidios	(4,3)	(5,3)	(4,2)	(3,7)	(4,4)	(0,4)
Producto interno bruto	(0,5)	(0,3)	(0,2)	2,5	0,4	0,4

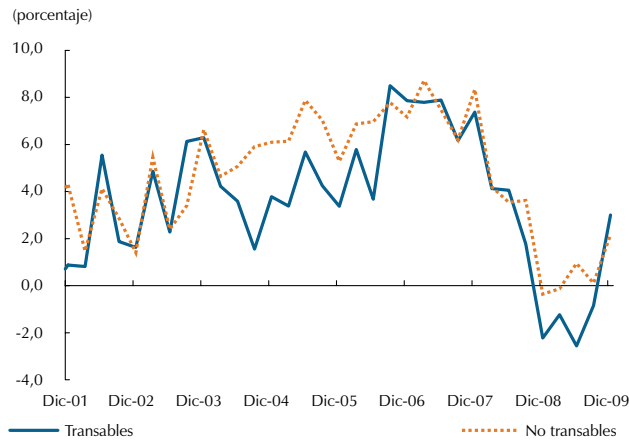
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

cuarto trimestre no dieron señales claras de alguna reactivación. Este sector se vio notoriamente afectado por la caída en las obras en proceso, en particular por las destinadas a vivienda diferente de interés social y a oficinas, locales y bodegas. En el corto plazo el PIB de construcción de edificaciones no ha estado muy correlacionado con el PIB de servicios inmobiliarios.

Por el lado de la industria el principal obstáculo para la recuperación ha sido el deterioro de la demanda externa, en especial por las restricciones comerciales impuestas por Venezuela a partir del segundo semestre. El crecimiento anual en este sector también fue negativo en los cuatro trimestres, aunque ya para la segunda mitad se empezó a observar un aumento leve en los niveles de producción frente a los meses precedentes.

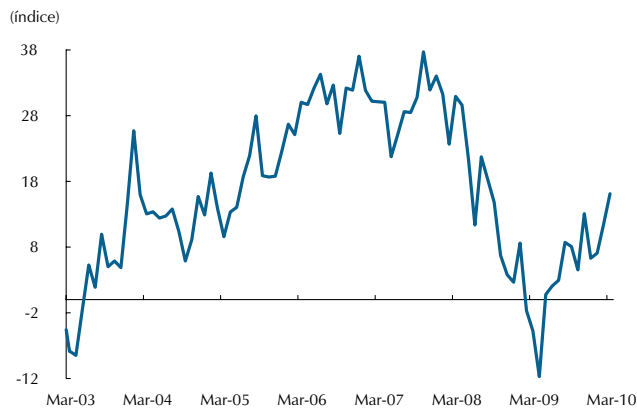
Como era de esperarse, durante todo 2009 el PIB de los sectores transables, los más expuestos a la crisis externa, se alcanzó a contraer (0,4%), mientras que el de los no transables creció 0,8%, y compensó la caída del primero. Ahora bien, en el cuarto trimestre la aceleración de la tasa de crecimiento anual del PIB transable fue mucho mayor que en la del no transable (Gráfico 9); esto, debido principalmente a un impulso adicional que se presentó en los sectores minero y agropecuario.

Gráfico 9
Crecimiento anual del PIB de transables y no transables



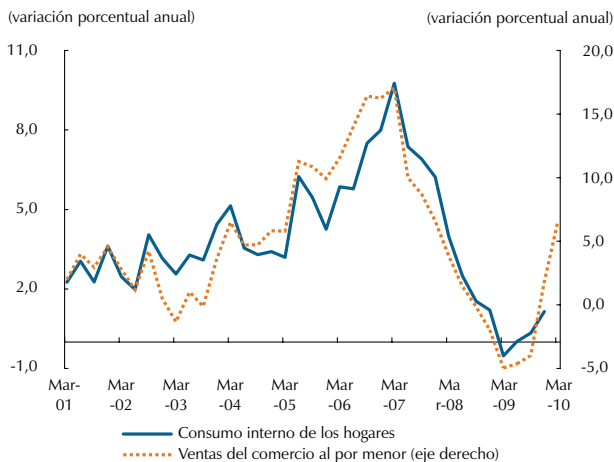
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Gráfico 10
Índice de confianza del consumidor, de Fedesarrollo



Fuente: Fedesarrollo.

Gráfico 11
Crecimientos del consumo de los hogares y del comercio al por menor



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

b. El PIB del primer trimestre de 2010

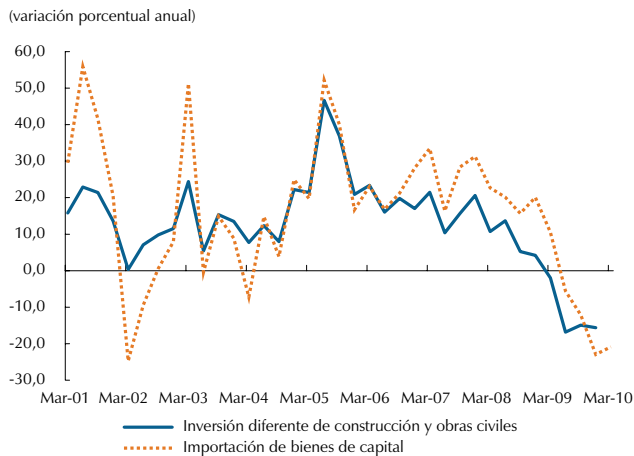
Buena parte de los indicadores disponibles para el sector real en el primer trimestre de 2010 mostraron una expansión de la actividad económica y una aceleración de las tasas de crecimiento anuales. En particular, los relacionados con la demanda apuntan a que el consumo privado continuó con una dinámica favorable, similar a la observada desde hace dos trimestres. Sin embargo, los indicadores asociados con la inversión diferente de obras civiles y construcción (excluida la acumulación de existencias) todavía exhiben crecimientos anuales negativos, lo que sugiere un débil comportamiento del gasto en inversión de sectores como el industrial y el agropecuario.

Con relación al consumo, el índice de confianza del consumidor (ICC) de Fedesarrollo con datos a marzo muestra que la confianza de los agentes creció por tercer mes consecutivo. Así, el indicador se ubicó en su mayor nivel desde 2008, pero todavía por debajo de las cifras observadas en el período 2006-2007, cuando el consumo se incrementó a tasas superiores al 5% anual (Gráfico 10). Desde abril de 2009, y a pesar de una volatilidad relativamente alta, el ICC ha venido aumentando de manera sostenida.

Otro indicador importante del consumo, que también tuvo un desempeño favorable en el primer trimestre de este año, fue el de las ventas del comercio al por menor del DANE. A febrero la serie desestacionalizada mantuvo la tendencia creciente que se empezó a observar desde mediados del año pasado. En los dos primeros meses el crecimiento anual promedio de las ventas fue 6,4%, un registro muy favorable frente a lo observado en 2009. Al trimestralizar las series, se encuentra una alta correlación entre las ventas al por menor y el PIB de consumo de los hogares, lo que permite confiar en una aceleración de este tipo de gasto durante el primer trimestre de 2010 (Gráfico 11).

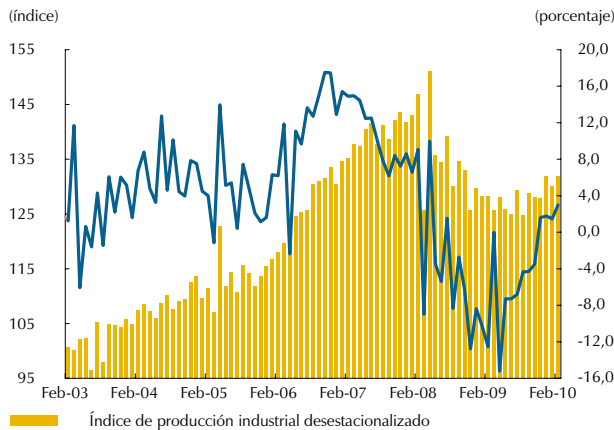
Con respecto a la inversión, se destaca que las importaciones de bienes de capital en dólares y en pesos reales continuaron cayendo en el mes de febrero. Este comportamiento sugiere que la formación bruta de capital fijo diferente de obras civiles y de construcción habría seguido exhibiendo una contracción

Gráfico 12
Formación bruta de capital fijo diferente de construcción y obras civiles e importación de bienes de capital en pesos reales



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 13
Índice de producción industrial sin trilla de café (serie desestacionalizada y crecimiento anual)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

en términos anuales durante el primer trimestre de este año (Gráfico 12).

Por grandes ramas de actividad económica, en febrero la variación anual del índice de producción sin trilla de café, divulgado por el DANE, fue de 3%. Aunque este registro es la mejor cifra para un crecimiento anual de un mes desde abril de 2008, los niveles de producción aumentan a un ritmo lento: al corregir la serie por los factores estacionales, el nivel de la producción en febrero fue apenas similar al de diciembre del año pasado (Gráfico 13).

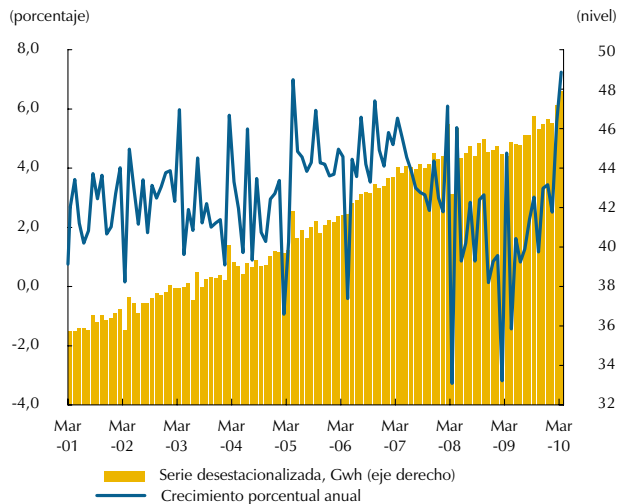
Al examinar la industria por subsectores, se evidencia que en febrero las ramas que daban cuenta de una expansión clara en su producción eran solamente sustancias químicas, plásticos, aceites y grasas, prendas de vestir y textiles. Las 42 ramas restantes, o bien se encontraban estancadas, o mostraban caídas (como en el caso del tabaco, calzado, productos de carpintería, edición e impresión, caucho, vidrio y minerales no metálicos). Esto da cuenta de una expansión muy lenta y no generalizada del sector industrial. Es probable que el bajo nivel de exportaciones a Venezuela y la lenta sustitución de este mercado por otros estén impidiendo una recuperación más rápida y amplia de la industria.

De otro lado, el sector de la construcción de edificaciones muestra algunos signos de crecimiento, pero desde niveles muy bajos. Por ejemplo, el área aprobada para construir, según las licencias de construcción en enero y febrero, aumentó en promedio a una tasa cercana al

8% anual, que, aunque alta, deja este indicador en registros apenas similares a los de hace cinco años. Asimismo, las perspectivas de la actividad agrícola no son favorables para el primer trimestre, dado el pobre desempeño de la producción cafetera (que cayó 29% en términos anuales en el primer trimestre) y el efecto que el fenómeno de El Niño pueda traer sobre la producción de los cultivos transitorios, como ha ocurrido en el pasado.

En cambio, otro indicador de oferta ligado con la actividad económica urbana que sí muestra un crecimiento elevado es el de la demanda de energía total (regulada y no regulada, que excluye exportaciones). Ésta creció a una tasa anual de 7,2% en marzo, la mayor en toda la década (Gráfico 14). En el primer trimestre, su incremento anual fue de 5,1%, superior a la tasa registrada en el cuarto trimestre del año pasado (2,6%).

Gráfico 14
Demanda de energía total^{a/}



a/ No incluye exportaciones.
Fuente: XM filial ISA

Dado todo lo anterior, se espera que el PIB del primer trimestre de 2010 crezca a una tasa anual similar a la del cuarto trimestre de 2009. Esta dinámica supone que el consumo de los hogares seguiría expandiéndose, y a diferencia de lo que aconteció en 2009, esto sería posible por una recuperación del consumo de bienes durables. El comportamiento de la formación bruta de capital en el primer trimestre seguirá impulsado por la inversión en obras civiles y, en menor medida, por la acumulación de existencias. En cambio, el resto de la inversión continuará cayendo en términos anuales, aunque con algún repunte en su nivel.

En contraste con lo observado en 2009, para el primer trimestre de 2010 se prevé que el sector externo contribuya negativamente al crecimiento del PIB,

debido a que las importaciones caerían, en términos anuales, menos que las exportaciones. El pronóstico de PIB tiene en cuenta una contracción del orden de 72,8% en las exportaciones en dólares hacia Venezuela durante el primer trimestre, como se señala en el capítulo III de este informe.

Así las cosas, para este informe se estima que el crecimiento del primer trimestre estará en un rango entre 2,3% y 3,1%; esto implica una expansión pequeña del PIB frente a la cifra observada para el cuarto trimestre de 2009 y sitúa a la economía colombiana en una senda de crecimiento moderada.

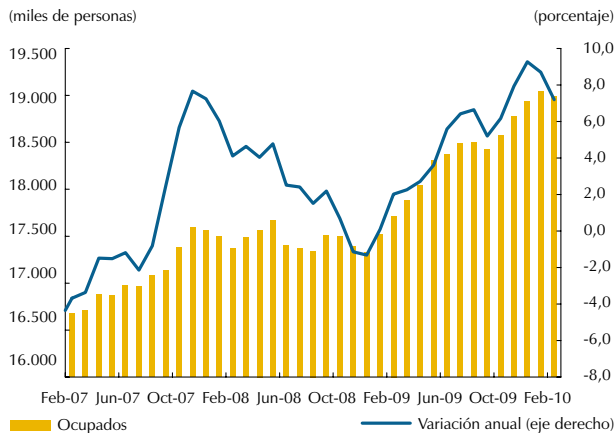
2. Mercado laboral y costos salariales

La información disponible del mercado laboral indica que, aunque hay señales recientes que sugieren que el deterioro del desempleo está cediendo, la calidad del empleo siguió afectada, y el mercado continuó holgado. Lo anterior podría golpear la confianza de los hogares y el consumo, mientras que evitaría la aparición de presiones inflacionarias, vía costos salariales.

En el primer trimestre el empleo volvió a presentar tasas de crecimiento anual positivas. Según la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH), en el promedio diciembre a febrero los ocupados aumentaron a una tasa anual de 7,1% para el total nacional, y de 5,5% para las trece áreas. No obstante, dichos incrementos implican una desaceleración en la creación de empleo frente al trimestre móvil terminado en enero. Ahora bien, cuando se examinan las series desestacionalizadas, que recogen mejor las tendencias recientes de la variable, se observa que hasta febrero la creación de empleo estuvo concentrada en las trece áreas urbanas principales (gráficos 15 y 16), ya que para el total nacional el número de empleados disminuyó frente al trimestre móvil anterior.

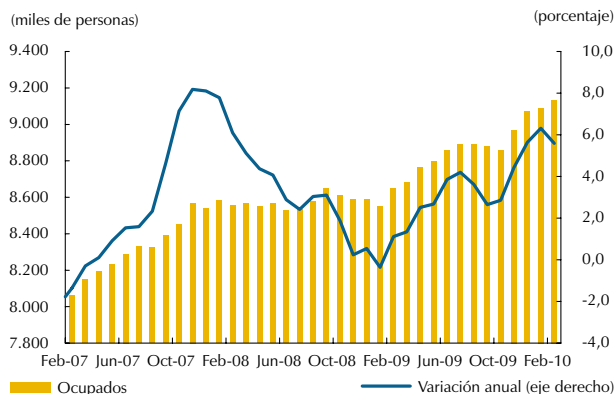
Para el primer trimestre de 2010 se espera un crecimiento del PIB similar al de finales de 2009.

Gráfico 15
Ocupados en el total nacional
(trimestre móvil desestacionalizado)



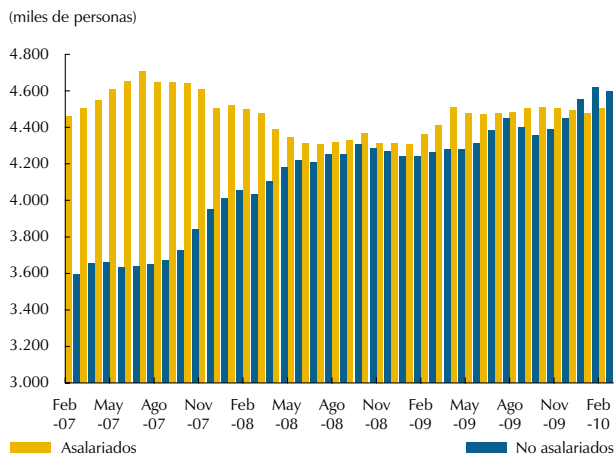
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 16
Ocupados en las 13 áreas metropolitanas
(trimestre móvil desestacionalizado)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

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



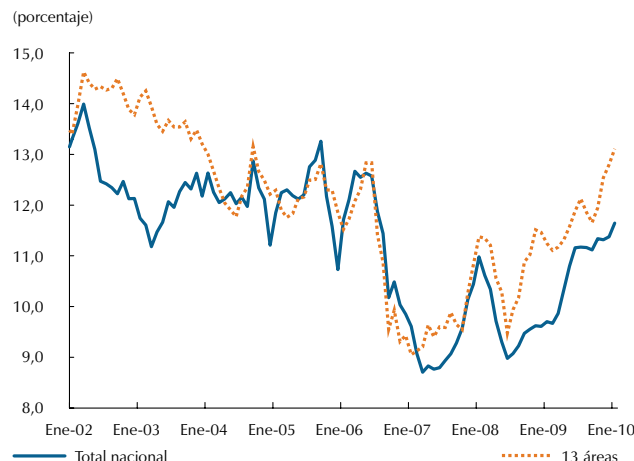
Fuente: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Además, con cifras desestacionalizadas para las trece ciudades principales, el crecimiento del empleo en los últimos meses ha estado concentrado en el grupo no asalariado, usualmente asociado con trabajos de menor calidad, estabilidad y probablemente pertenecientes a la informalidad. Por el contrario, el empleo asalariado ha mostrado un estancamiento o algún ligero retroceso desde comienzos de 2009, con excepción de febrero de este año (Gráfico 17).

El deterioro en la calidad del empleo que se desprende de la mayor participación de los trabajadores no asalariados en el empleo total, también parece corresponder con el incremento que se observa en la tasa de subempleo objetivo, especialmente en las trece áreas (Gráfico 18). Lo anterior puede estar afectando la confianza de los hogares, como lo muestra la cercana relación entre el número de empleos asalariados per cápita y el índice de confianza del consumidor (ICC) de Fedesarrollo (Gráfico 19). De continuar el estancamiento de la ocupación asalariada y formal, la recuperación del consumo podría efectuarse a un ritmo menor que el esperado (véase capítulo III).

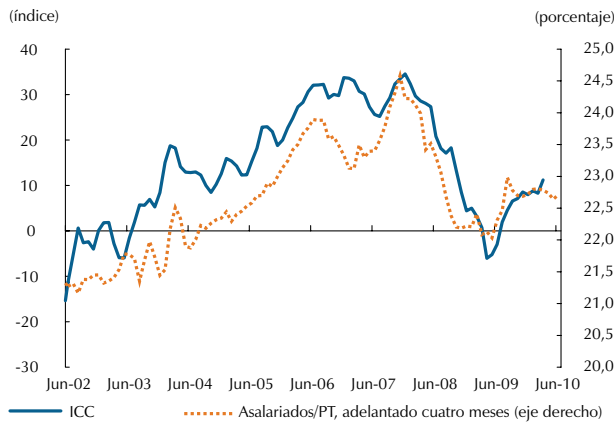
Por otra parte, la expansión del empleo no ha compensado la de la oferta de trabajo, por lo que la tasa de desempleo continuó aumentando. Evidencia de lo anterior es el mayor crecimiento de la tasa global de participación (TGP) (indicador de la oferta) frente al

Gráfico 18
Tasa de subempleo objetivo
(trimestre móvil desestacionalizado)



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

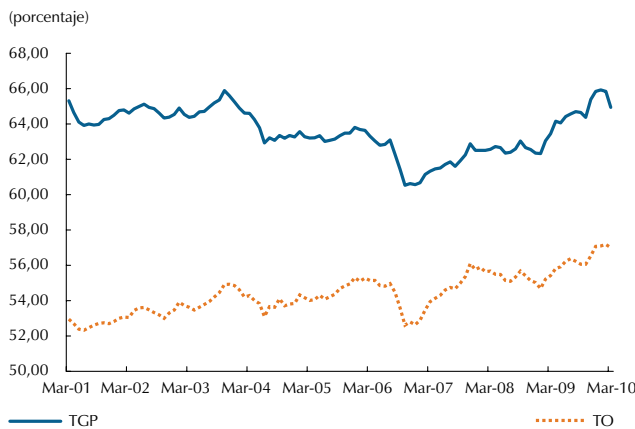
Gráfico 19
Asalariados como proporción de la población total (PT) e ICC (13 áreas, trimestre móvil desestacionalizado)



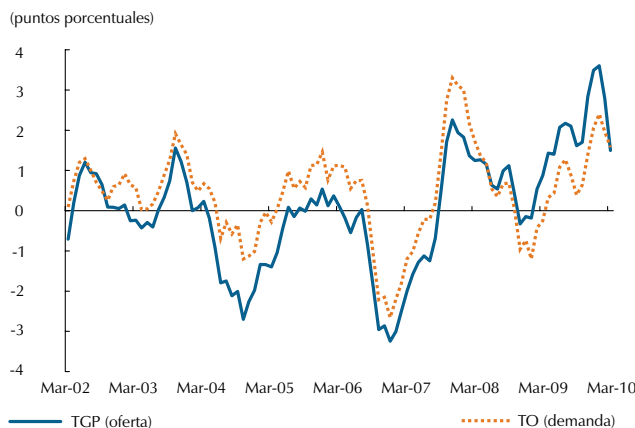
Fuentes: DANE, Fedesarrollo; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 20

A. Tasa global de participación (TGP) y tasa de ocupación (TO) (13 áreas trimestre móvil desestacionalizado)



B. Expansión de la oferta y la demanda de trabajo (variación anual de la TGP y la TO, trimestre móvil)



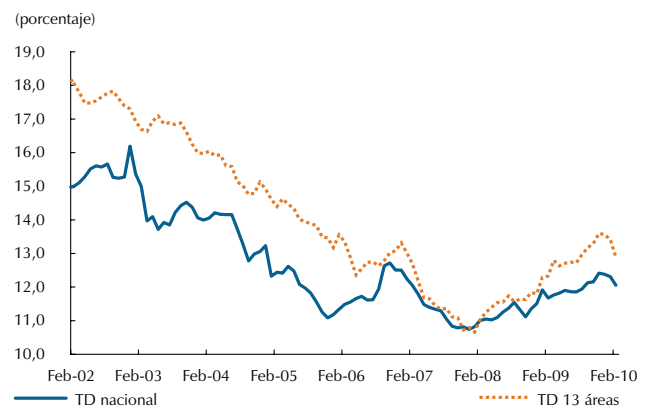
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

de la tasa de ocupación (TO) (indicador de demanda) como se observa en el gráfico 20, paneles A y B. Para el trimestre móvil terminado en febrero, la tasa de desempleo se ubicó en los niveles más altos desde 2005 y 2006: 12,8% en el nivel nacional y de 13,7% para las trece áreas. Además, las cifras del DANE muestran que la duración del desempleo ha aumentado (véase el numeral 4, p.34).

En medio de este panorama, hay evidencia que sugiere que el aumento en la tasa de desempleo estaría llegando a su fin. Este quiebre en la tendencia es más claro en las trece áreas en donde el deterioro del desempleo ha sido cada vez menor. Adicionalmente, cuando se analiza la serie desestacionalizada, se observa que la TD muestra una tendencia decreciente desde hace varios meses (para cifras de trimestres móviles) (Gráfico 21). Lo anterior apunta a una mejoría en los niveles de desempleo, lo cual podría estarse dando por las condiciones económicas más favorables de finales del año pasado.

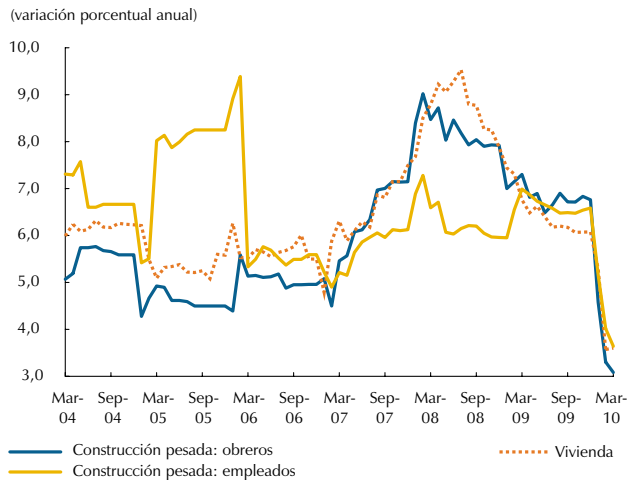
Los altos niveles de desempleo y de informalidad mantuvieron el mercado laboral en una situación holgada, lo que ha evitado que surjan presiones sobre salarios, permitiendo que éstos se ajusten a tasas cada vez menores y en línea con el rango meta de inflación. A esto último también contribuyó el incremento del salario mínimo de 3,6%. Así, en el caso de la construcción, los incrementos salariales se realizaron entre el 3,1% y el

Gráfico 21
Tasa de desempleo (TD) (trimestre móvil desestacionalizado)



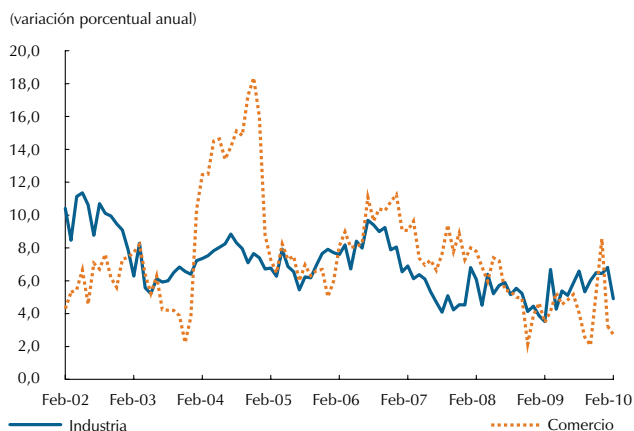
Fuentes: DANE (GEIH); cálculos del Banco de la República.

Gráfico 22
Índice de salarios sectoriales nominales: construcción pesada y vivienda



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

Gráfico 23
Índice de salarios nominales: industria y comercio



Fuentes: DANE (MMM y MMCM).

3,6% anual en marzo (Gráfico 22), y para el comercio el aumento en febrero fue del 2,7% (Gráfico 23). En el sector industrial también hay señales de desaceleración, pues los salarios pasaron de crecer a una tasa anual de 6,3% en el cuarto trimestre de 2009 a hacerlo a una de 4,9% anual en febrero (Gráfico 23). En sectores como el industrial, lo anterior ha contribuido a una disminución del costo laboral unitario (CLU), lo que debería traducirse en menores presiones sobre precios (véase Resaltado).

Hacia lo que resta del año, y dado lo que se espera en materia de crecimiento económico, es posible que el desempleo tan sólo ceda levemente, y que no se presenten cambios sustanciales en los niveles de informalidad. Debido a ello, es muy probable que no se observen presiones sobre salarios y precios. Por otro lado, un aspecto que merece atención es el impacto adverso que podría tener el deterioro de calidad del empleo en la confianza de los consumidores y, por tanto, en el ritmo de recuperación de la actividad económica.

3. Otros costos

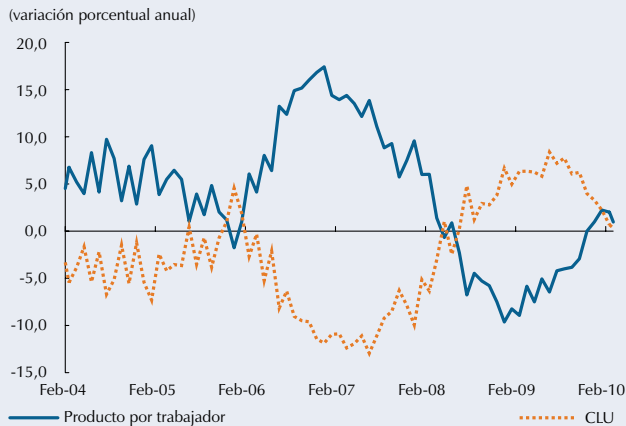
Los precios del productor y los costos no salariales aumentaron poco en lo corrido del año. Las alzas principales se dieron en los precios de los bienes de origen nacional, sobre todo en los sectores agropecuario y minero, y fueron parcialmente compensadas por caídas en los precios de origen importado. Como resultado, la inflación anual al productor, medida por el

EL COSTO LABORAL UNITARIO COMO INDICADOR DE PRESIONES INFLACIONARIAS

El costo laboral unitario (CLU) es una medida del costo de la mano de obra, relativo a su eficiencia en la producción de bienes. Aunque se suele asumir el CLU como un indicador directo de presiones inflacionarias o desinflacionarias, la historia indica que este no es necesariamente el caso y que deben analizarse con cuidado los determinantes del costo laboral para entender su efecto sobre la formación de precios.

El CLU puede ser estimado como el salario real que se paga a trabajadores dividido por el producto por hora trabajada. Con información de la muestra mensual manufacturera, desde el cuarto trimestre de 2009 el CLU de la industria ha presentado una reducción en su crecimiento anual, tendencia que continuó hasta febrero de 2010 (Gráfico A).

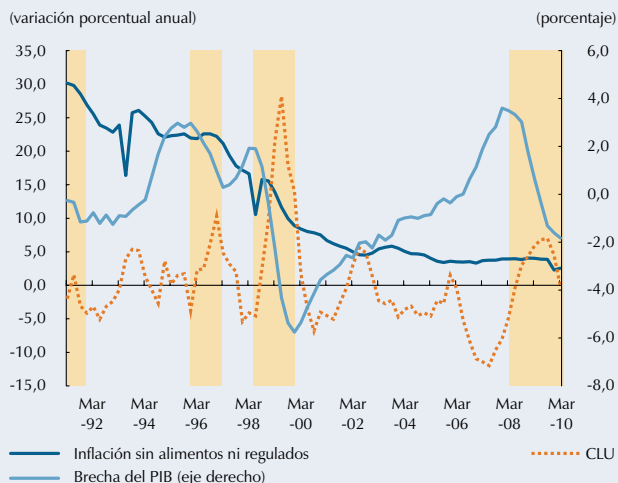
Gráfico A
Producto por trabajador y costo laboral unitario (CLU)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Para determinar el efecto de la desaceleración del costo laboral sobre la inflación, puede analizarse la información histórica disponible. En el pasado pueden encontrarse períodos para los cuales una moderación del CLU estuvo acompañada de una disminución en la inflación básica, como lo son 1991-1992, 1995-1996 y 1998-1999 (Gráfico A). Sin embargo, en el período de 2006-2007 la fuerte caída del CLU no estuvo asociada con una desinflación y, de hecho, existen indicios de que estuvo acompañada de un ligero incremento de la inflación básica.

Gráfico B
Costo laboral unitario, brecha del PIB e inflación básica



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

La intuición detrás de una aceleración en la inflación en un contexto de reducción del CLU podría encontrarse en el fenómeno denominado labor hoarding. En todos los períodos

analizados la caída del CLU estuvo determinada, principalmente, por un incremento del producto por hora trabajada más que por una caída en los salarios. Según la hipótesis del labor hoarding, al momento de sufrir un choque negativo de demanda, las firmas se niegan a despedir mano de obra en igual proporción que la caída de la producción, con el fin de retener aquellos trabajadores que conocen y valoran. En consecuencia, una vez se recupera la demanda, las firmas podrían atenderla sin necesidad de una mayor contratación de mano de obra, incrementando así las medidas de productividad implícita del trabajo. Sin embargo, si la recuperación de la demanda es muy fuerte, el margen con el que contaban las firmas puede agotarse, por lo que pueden verse en necesidad de realizar contrataciones adicionales, elevando el costo de producción de las nuevas unidades (llamado costo marginal).

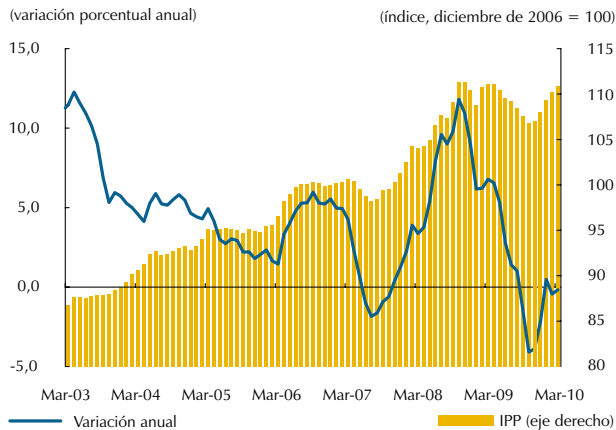
Ahora bien, el efecto que tiene el incremento en el costo marginal sobre la inflación depende, en buena medida, de la capacidad que tienen las firmas de transmitir los aumentos a los precios de venta. Si la demanda agregada se encuentra fortalecida, las firmas podrían incrementar los precios de sus productos; sin embargo, si la demanda se encuentra debilitada, no se observarían presiones sobre los precios de los productos.

Esta hipótesis podría ser la explicación detrás de la evidencia encontrada en cuanto al efecto del CLU sobre la inflación. En los períodos de 1991-1992, 1995-1996 y 1998-1999, la demanda agregada había sufrido choques durante las recesiones, de manera que la brecha del producto se estaba contrayendo y, por tanto, la inflación básica se redujo. Por otro lado, en el período de 2006-2007 la demanda agregada y la brecha del producto se encontraba en expansión, razón por la cual los incrementos en los costos marginales pudieron verse reflejados en una mayor inflación.

Recientemente la desaceleración del CLU obedeció a dos fenómenos. Por un lado, a una disminución en el ritmo de ajuste de los salarios reales (deflactados por el IPC o por el IPP industrial) en el presente año. Por otro lado, a una aceleración del producto por hora trabajada: esta variable creció a una tasa anual de 2,1% en promedio en lo corrido de 2010, lo cual ocurrió gracias a una recuperación de la producción industrial mayor que las horas trabajadas. Sin embargo, actualmente la demanda agregada se encuentra afectada, por lo que la brecha del producto hoy es negativa (Gráfico A). Lo anterior indicaría que, de continuar el fuerte incremento del producto por hora trabajada, sería poco probable que las firmas transmitan los mayores costos marginales a los precios del consumidor.

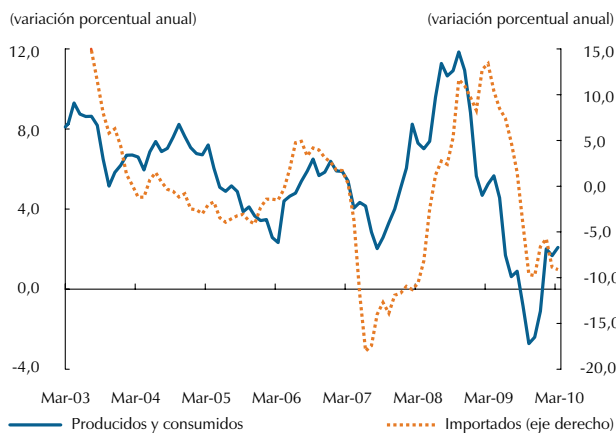
Por tanto, la situación actual del CLU, sumada a una brecha negativa del producto, puede dar indicios de que no se observarían presiones inflacionarias en este frente en el corto plazo.

Gráfico 24
IPP total



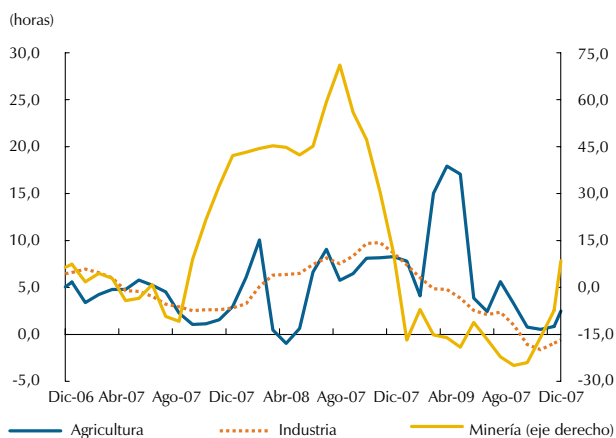
Fuente: DANE.

Gráfico 25
IPP por procedencia



Fuente: DANE.

Gráfico 26
IPP de producidos y consumidos por rama de actividad económica



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

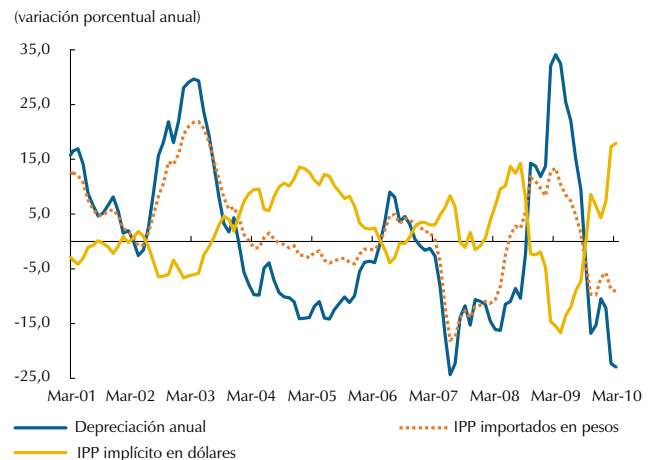
índice de precios del productor (IPP), pasó de -2,2% en diciembre de 2009 a -0,2% en marzo de 2010 (Gráfico 24). En estos tres meses la inflación mensual fue positiva, aunque decreciente, ya que pasó de 1,2% en enero a 0,6% en marzo. Por procedencia de los bienes, la variación anual del IPP de producidos y consumidos se aceleró en el trimestre, cerrando en marzo en 2,1%, mientras que la del IPP de importados no tuvo grandes cambios y continuó en terreno negativo (Gráfico 25).

Los bienes que más contribuyeron a la aceleración del IPP de producidos y consumidos fueron aquellos relacionados con la refinación del petróleo y el gas natural. Adicionalmente, hubo un impacto de algunos alimentos, que pudieron verse afectados por la alteración del ciclo de lluvias asociado con el fenómeno de El Niño, como fue el caso de legumbres, arroz y tubérculos. Los precios de los bienes industriales tendieron a presentar ajustes mucho más moderados que permitieron que la variación anual de su índice se mantuviera cerca de 0% en el primer trimestre (Gráfico 26).

Para el IPP de importados la reducción de su variación anual fue explicada por la apreciación del tipo de cambio en lo corrido de 2010, más que por un aumento en los precios implícitos en dólares (Gráfico 27).

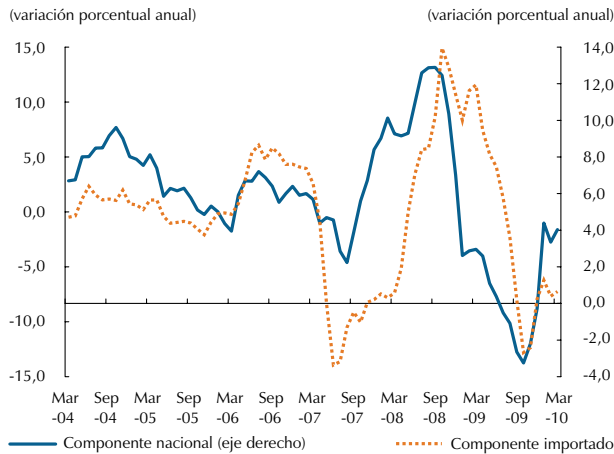
Tomando como base el IPP, el IPC y otras fuentes de información del DANE, se estimaron los índices de

Gráfico 27
IPP implícito en dólares



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

Gráfico 28
Índices de costos no salariales a partir de la SAM



Fuente: Banco de la República.

costos no laborales ponderados, utilizando la matriz de contabilidad social (SAM, por su sigla en inglés). Durante el primer trimestre del año, la variación anual de dichos índices reflejó la misma dinámica de los precios del productor: se observaron algunos repuntes en el componente nacional, mientras que el importado continuó decreciendo en términos anuales (Gráfico 28).

Para lo que resta del año no deberán presentarse presiones al alza en los precios de la minería, siempre y cuando los precios internacionales de las materias primas y del petróleo no registren aumentos importantes y la tasa de cambio se mantenga relativamente estable. Algo similar puede esperarse para los precios de los bienes industriales. La situación es un poco más compleja en el caso de los bienes agropecuarios, por cuanto no se descartan incrementos adicionales por cuenta del efecto del fenómeno de El Niño. Por esta situación podrían esperarse presiones alcistas sobre los precios del productor en el segundo y tercer trimestres de 2010 que, sin embargo, serían temporales y tenderían a desaparecer para finales del año y comienzos de 2011.

Así las cosas, para este informe se considera que las presiones de costos no salariales han sido muy moderadas en lo corrido del año y que podrían continuar siéndolo dado que se espera una relativa estabilidad en los precios internacionales y en el tipo de cambio (véase capítulo III). Además, los mayores costos agropecuarios no tendrían efectos permanentes sobre los costos totales de la economía.

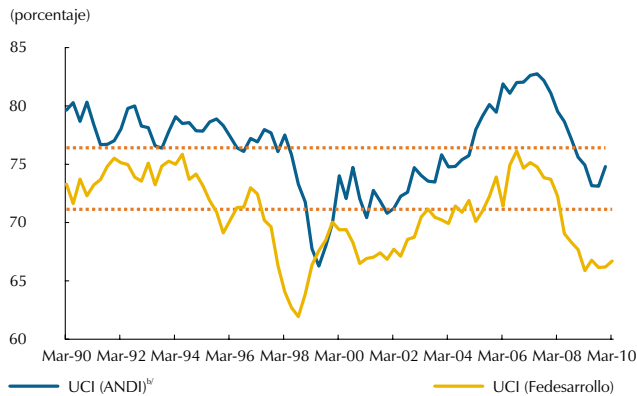
4. Excesos de capacidad productiva y presiones de demanda

El balance entre la producción y la oferta potencial de la economía es uno de los determinantes de las presiones inflacionarias. Con la reducción de la actividad económica hasta mediados de 2009 dichas presiones disminuyeron significativamente. Aunque la economía ha retornado a una senda de recuperación, el nivel de la producción se encuentra aún por debajo de su potencial, como lo muestra la baja utilización de la infraestructura productiva del país.

Durante el primer trimestre de 2010 los indicadores de utilización de la capacidad instalada, de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI) y de Fedesarrollo, se mantuvieron en valores históricamente bajos, a pesar de algunas señales de recuperación (Gráfico 29). En el caso del indicador de Fedesarrollo, la capacidad instalada se ubicó en 66,0% en el primer trimestre, cifra inferior en 0,8 puntos porcentuales (pp) al dato del primer trimestre de 2009 y 5,1 pp por debajo de su promedio histórico. Según la ANDI, la utilización de la capacidad instalada era de 75,4% en febrero de 2010, esto es, 2,0 pp inferior al mismo período de 2009 y 1,0 pp por debajo del promedio de la serie.

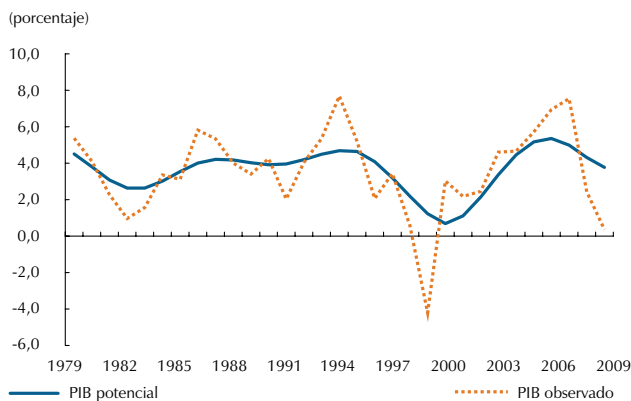
La economía seguirá presentando excesos de capacidad productiva en 2010.

Gráfico 29
Utilización de capacidad instalada (UCI)^{a/}



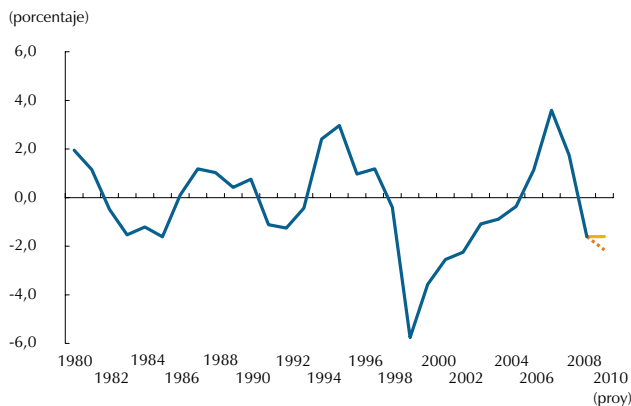
a/ Series desestacionalizadas
b/ La serie UCI de la ANDI se calcula con base en el promedio aritmético.
Fuentes: ANDI y Fedesarrollo.

Gráfico 30
Crecimiento anual del PIB: observado y potencial (promedio anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 31
Brecha del producto (promedio anual)



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

Adicional al exceso de capacidad instalada, la continua expansión de la participación laboral por encima de la demanda de trabajo ha llevado a que el mercado laboral siga presentando un exceso de oferta. 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).

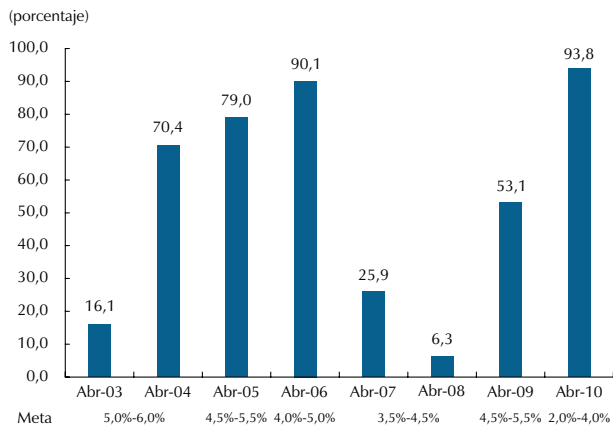
De esta manera, la baja utilización de la capacidad instalada, junto con la brecha del mercado laboral, limitaron las presiones sobre precios originadas en la demanda a principios de 2010, y muy probablemente lo seguirán haciendo en buena parte del año en cuanto no se vislumbra una recuperación muy fuerte de la demanda ni una disminución significativa de la tasa de desempleo.

Por otra parte, los choques permanentes sufridos por la economía colombiana a raíz de la crisis internacional y el deterioro de las condiciones financieras externas, sumados a las restricciones comerciales que han sido impuestas sobre el país, habrían llevado a que el crecimiento del producto potencial de la economía se redujera en 2009 frente a 2008. Como resultado, las estimaciones econométricas realizadas por el Banco apuntan a un crecimiento del PIB potencial de entre 3,5% y 4,0% para el año pasado (Gráfico 30).

Dado lo anterior, la brecha del producto se habría ubicado en -1,6% para 2009 (Gráfico 31). Esta cifra es menor que la publicada en el informe anterior, debido a que la actividad económica creció en el último trimestre de 2009 a una tasa mayor a la proyectada.

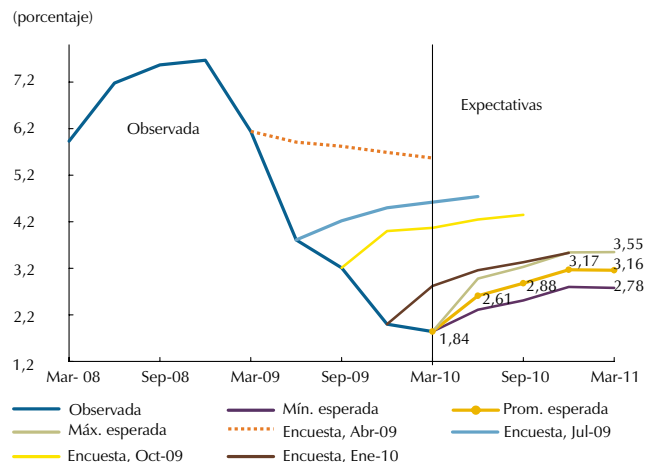
Para 2010 se espera que algunos factores reduzcan un poco el crecimiento potencial. Por una parte, la disminución observada en la inversión de 2009 debilitaría la capacidad productiva en 2010. Por otra, el deterioro en la calidad del empleo y la desactualización de la fuerza laboral podrían afectar negativamente la productividad de la economía el presente año. Ello implicaría un crecimiento del PIB potencial que se ubicaría entre 3% y 3,5%, con lo cual la brecha del producto se mantendría en terreno negativo y muy probablemente se ampliaría frente a lo estimado para 2009. En particular, si el crecimiento del PIB para 2010 reportado por el DANE

Gráfico 32
Porcentaje de credibilidad en la meta de inflación de los años 2003 a 2010
 (encuesta aplicada en abril de cada año)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 33
Inflación observada y expectativas de inflación
 (a tres, seis, nueve y doce meses)
 (inflación anual)



Fuente: Banco de la República.

se ubica cerca de lo esperado en el capítulo III de este informe, la brecha estaría entre -1,6% y -2,2%.

5. Expectativas de inflación

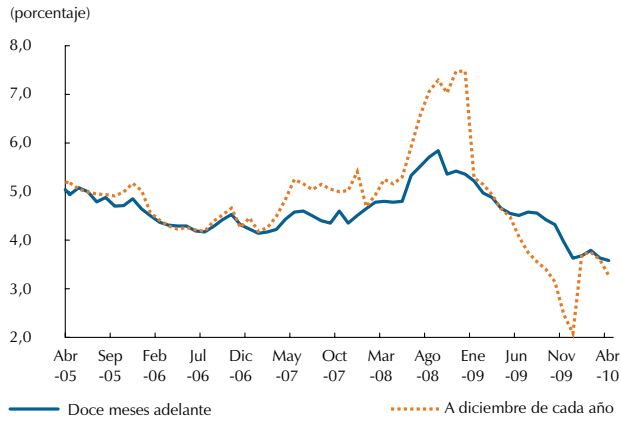
Las expectativas de inflación a mediano y largo plazos continuaron disminuyendo en lo corrido del año, y en la mayoría de los casos se ubicaron dentro del rango meta de largo plazo establecido por la JDBR (entre 2% y 4%). Según la encuesta trimestral del Banco de la República, aplicada a una amplia gama de agentes y analistas, a comienzos de abril la inflación promedio esperada para finales de 2010 es de 3,2%, por debajo del resultado obtenido en la encuesta realizada en enero (3,5%). En la misma encuesta, el 94% de los consultados estiman que al finalizar el año la inflación se ubique dentro del rango meta fijado por la JDBR. Para marzo de 2011 la inflación esperada también se encuentra en 3,2% (Gráficos 32 y 33).

Por su parte, la encuesta mensual de expectativas, aplicada a comienzos de abril a operadores del mercado financiero, muestra una inflación total esperada para diciembre de 2010 de 3,3% (frente a 3,7% obtenido hace tres meses). Esta expectativa también ha venido convergiendo hacia el punto medio del rango meta en lo corrido del año (Gráfico VIII.1). Por su parte, las expectativas a doce meses (marzo de 2011) continuaron siendo un poco más altas en esta encuesta (3,7%), aunque también disminuyeron (10 pb) frente a lo reportado en el informe trimestral anterior (Gráfico 34).

La encuesta mensual también indaga sobre la inflación sin alimentos esperada (Gráfico 35). Las expectativas para esta subcanasta volvieron a ser menores que las del IPC total y que las registradas para el IPC sin alimentos en el informe trimestral anterior: para diciembre los encuestados prevén una inflación sin alimentos de 3,0%, mientras que la cifra para un horizonte de doce meses (abril de 2011) es 3,4%.

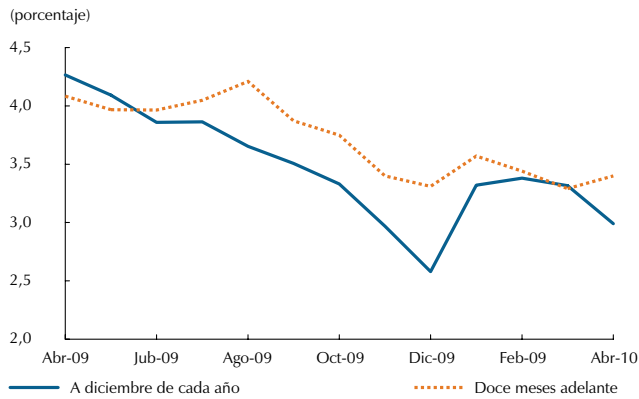
Los resultados anteriores dejan entrever que los operadores del mercado financiero siguen considerando que las principales presiones sobre la inflación en los próximos meses provendrían del precio de los alimentos. En particular, cuando se despeja la inflación de alimentos implícita en la encuesta mensual, se obtiene una cifra esperada para finales de este año de alrededor de 4,0%. Esta aceleración seguramente recoge las estimaciones que tienen los agentes sobre el tamaño del choque que puede resultar del fenómeno de El Niño. Ahora bien, en los últimos

Gráfico 34
Pronóstico de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa



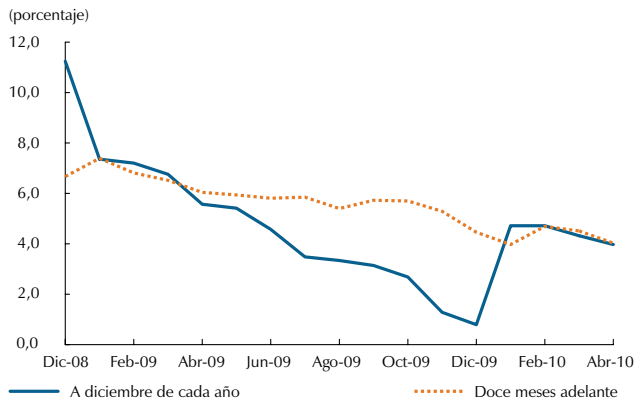
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 35
Pronóstico de inflación anual sin alimentos, según bancos y comisionistas de bolsa



Fuente: Encuesta Banco de la República.

Gráfico 36
Pronóstico de inflación de alimentos implícita, según bancos y comisionistas de bolsa

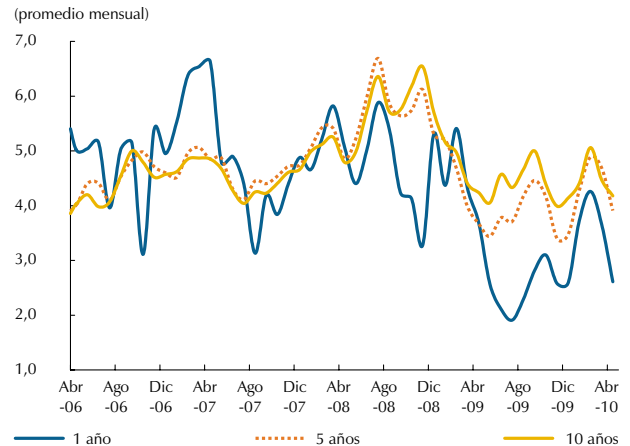


Fuente: Encuesta Banco de la República.

meses esta expectativa también se redujo, y en marzo era 75 pb menor que la prevista en enero de 2010 (Gráfico 36).

Finalmente, las expectativas de inflación promedio obtenidas de los TES (con datos preliminares de enero) se ubican en 2,61%, 3,91% y 4,18%, para los títulos a 1, 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 37). Estas cifras han presentado una disminución importante frente a lo analizado en el informe trimestral anterior, y hoy en día se ubican dentro del rango meta de largo plazo, con la excepción de las de diez años. Cabe advertir que estos indicadores de inflación esperada pueden verse distorsionados por las primas de liquidez de los títulos de tasa fija y unidad de valor real (UVR), y la prima de riesgo de inflación.

Gráfico 37
Break-even inflation a uno, cinco y diez años^{a/}



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

Recuadro 1 EL INGRESO DISPONIBLE EN COLOMBIA EN UN AÑO DE BAJO CRECIMIENTO

Carolina Arteaga Cabrales*

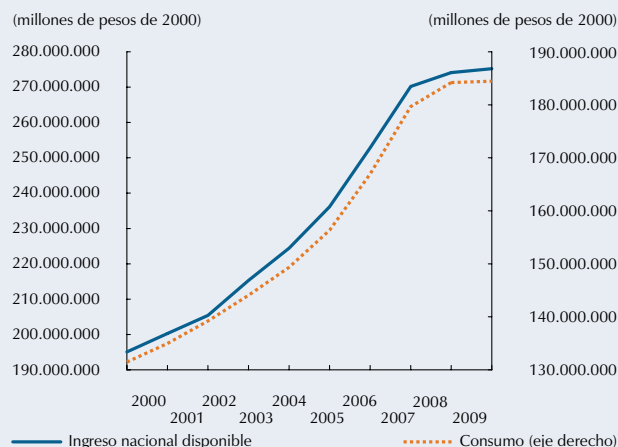
En 2009 Colombia enfrentó una de las crisis internacionales más fuertes de los últimos años. A pesar de esto, la producción creció levemente, no hubo un detrimento en la posición fiscal del Gobierno y la tasa de cambio no sufrió mayores ajustes. En ese contexto, este recuadro evalúa el desempeño del ingreso nacional a nivel agregado y por agentes de la economía, con el objetivo de analizar su vínculo con la demanda agregada y la inflación.

El ingreso nacional disponible (IND), que es igual al producto interno bruto (PIB) más las transferencias corrientes y la renta neta de factores¹, en 2009 continuó desacelerándose, tal como ocurría desde 2008, resultado del deterioro en la actividad económica tanto en Colombia como en el resto del mundo (Gráfico R1.1 y Cuadro R2.1). La menor demanda mundial y la caída del financiamiento externo hicieron que el comercio se contrajera. La pérdida de confianza tanto de consumidores como de empresarios se tradujo en una disminución de la inversión y en un débil crecimiento del consumo. A su vez, los altos niveles de desempleo en las economías avanzadas y la caída en la producción indujeron una contracción de 14% en las remesas de los trabajadores en dólares². Todo esto llevó a debilitar la demanda interna el año pasado, y a que el consumo registrara el crecimiento anual más bajo de toda la década. En términos per cápita, en 2009 tanto el IND como el consumo se cayeron a una tasa anual del 1%.

Al analizar el IND para los diferentes agentes en la economía (hogares, empresas y Gobierno), se observa una desaceleración generalizada en 2009. Por el lado de los hogares, el efecto negativo sobre el ingreso, dado un mayor desempleo y por la reducción en remesas, superó en promedio el aumento de los salarios reales, los rendimientos de las acciones y las mayores transferencias del Gobierno. Por el lado de las empresas, la caída en las ventas internas y externas, junto

con el aumento de los salarios reales, disminuyeron las utilidades, a pesar de los menores costos. Por último, aunque la menor actividad económica se tradujo en un recaudo de impuestos más bajo, el buen desempeño de las empresas públicas compensó esa situación y los ingresos fiscales tuvieron un crecimiento positivo.

Gráfico R1.1
Ingreso nacional disponible y consumo



Fuentes: DANE y Banco de la República.

1. Los hogares

El ingreso disponible de los hogares es la suma de la remuneración al trabajo, los rendimientos del ahorro y las inversiones, las transferencias en efectivo del Gobierno y las transferencias privadas, menos los impuestos (Jenkins, 2000). Por el lado de la remuneración laboral, que representa alrededor del 70% del ingreso total de los hogares³, se tienen resultados opuestos entre el canal de precios (salarios) y el de cantidades (desempleo). Con respecto a los salarios, en 2009 una inflación menor a la esperada generó un aumento importante del salario mínimo en términos reales y, a su vez, en otros indicadores de salarios de la industria y del comercio (Gráfico R1.2). Esta mejora en el poder adquisitivo de los trabajadores, especialmente de aquellos de menores ingresos, contribuyó a la reactivación del consumo no durable, registrada a finales de 2009⁴.

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

1 Actualmente el DANE no tiene estimaciones para los dos últimos rubros. Debido a ello, los datos que se usan en este recuadro provienen de la balanza de pagos, la cual se encuentra en dólares. Para convertir la información a pesos constantes se utilizó la tasa de cambio promedio de cada año y las series de transferencias y renta neta de factores se deflactaron con el IPC e IPP respectivamente.

2 En dólares corrientes.

3 Según la encuesta de calidad de vida del DANE.

4 De acuerdo con el Departamento Nacional de Planeación (DNP), como resultado de los bajos precios de los alimentos, entre otras cosas, 500.000 personas salieron de la pobreza extrema al pasar de 7,7 millones en 2008 a 7,2 millones en 2009.

Cuadro R1.1
Ingreso nacional disponible (YND)
(en pesos constantes de 2000)

	2008	2009	Variación	Participación (porcentaje)	Contribución
YND (A + B + C + D + E + F + G)	274.507.927,4	274.777.765,9	0,1		0,1
Inversión (A)	76.614.652,0	72.632.340,9	(5,2)	27,9	(1,5)
Gasto (B)	50.729.974,0	52.179.093,0	2,9	18,5	0,5
Consumo (C)	184.206.074,0	184.448.516,0	0,1	67,1	0,1
Exportaciones (D)	51.903.646,0	47.668.797,1	(8,2)	18,9	(1,5)
Importaciones (E)	83.085.515,0	75.561.437,0	(9,1)	(30,3)	2,7
Transferencias (F)	6.718.799,6	6.056.826,2	(9,9)	2,4	(0,2)
Renta neta de los factores (G)	(12.579.703,3)	(12.646.370,3)	0,5	(4,6)	(0,0)

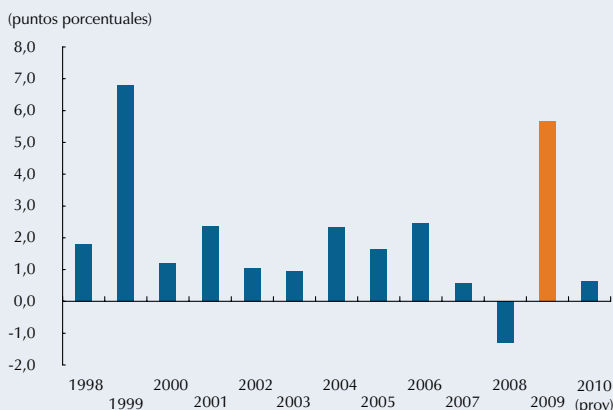
Fuentes: DANE y Banco de la República.

Sin embargo, el deterioro en el mercado laboral redujo los ingresos de los hogares. Entre 2008 y 2009 la tasa de desempleo promedio para el total nacional pasó de 11,3% a 12,0%, y en el subgrupo de jefes del hogar, probablemente

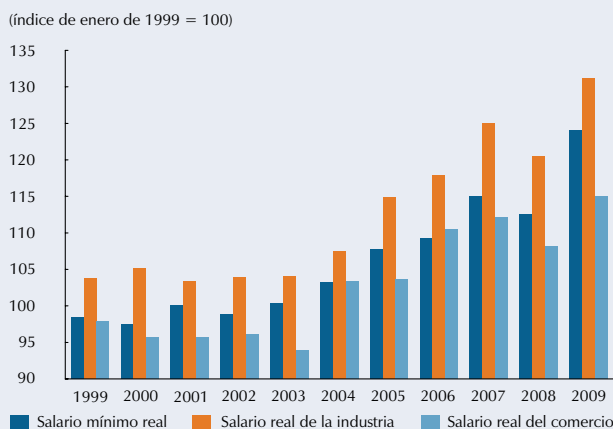
el que percibe mayor ingreso, el desempleo registró su cifra más alta de los últimos cinco años: 6,1%. El deterioro en el mercado laboral se concentró en las zonas urbanas, en donde el desempleo promedio pasó de 11,5% a 13,0%, mientras que en la zona rural se redujo 0,3 pp, con un promedio de 7,8%. Otro hecho que viene ocurriendo desde mediados de la presente década es el incremento del empleo no asalariado (Gráfico 17 Capítulo I). Este tipo de ocupación, de menor calidad y con poco acceso a la seguridad social, genera pérdida de confianza y disminuye el consumo de los hogares, dada la menor estabilidad de los ingresos.

Gráfico R1.2

A. Aumentos reales del salario mínimo



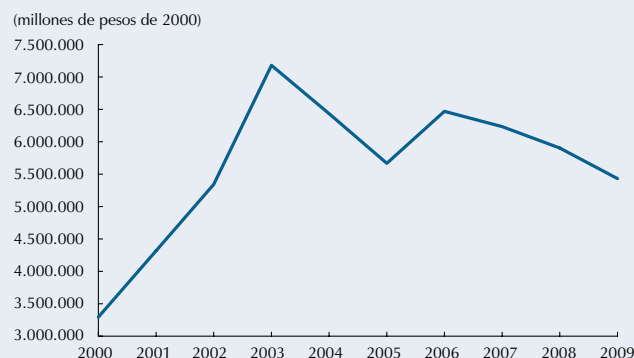
B. Salarios reales



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

En 2009 el ingreso de los hogares también se vio afectado por la caída en las transferencias privadas, principalmente de las remesas que representan el 80% de éstas, las cuales cayeron 8% en términos reales⁵, descendiendo a niveles cercanos a los registrados en 2002 (Gráfico R1.3).

Gráfico R1.3
Remesas de trabajadores^{a/}

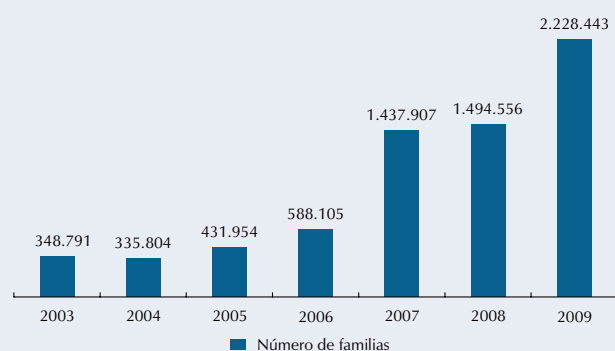


a/ Para pasar la información de las remesas de dólares a pesos constantes se tomó la tasa de cambio promedio de cada año y se usó el IPC como deflactor.
Fuente: Banco de la República.

5 El 73% de las remesas provienen de España y Estados Unidos, países que enfrentaron en 2009 fuertes caídas en la riqueza y el empleo.

Por el lado de las transferencias en efectivo del Gobierno hacia los hogares, en 2009 los recursos del programa Familias en Acción⁶ aumentaron 19,3% y la cobertura pasó del 34% al 48% de los hogares en Sisbén 1 (clasificación que recoge al sector de la población con mayores necesidades, que en 2009 sumaban 19,2 m de personas). El impacto de este subsidio se ha venido incrementando considerablemente y el número de hogares beneficiados se multiplicó por siete en tan sólo seis años, de acuerdo con los datos de Acción Social, de la Presidencia de la República (Gráfico R1.4).

Gráfico R1.4
Familias en acción



Fuente: Presidencia de la República (Acción Social); cálculos del Banco de la República.

Por último, el año pasado los hogares con inversiones en la Bolsa de Valores de Colombia obtuvieron, en promedio, rendimientos por encima del 50%. Esto, además de generar un efecto riqueza, también tiene un efecto ingreso por medio de los dividendos que pagan algunas acciones (ver Gráfico 60A Capítulo II).

En síntesis, durante el año pasado los ingresos de los hogares se vieron fuertemente afectados por el deterioro del mercado laboral y la reducción de las remesas. Los aumentos en las transferencias del Gobierno, el incremento en el salario real y los rendimientos del ahorro y la inversión no compensaron esta caída, por lo que los ingresos de las familias se contrajeron en 2% frente a 2008, de acuerdo con los cálculos de la Misión para el empalme de las series de empleo, pobreza y desigualdad.

2. Las empresas

Como resultado de la crisis internacional, en 2009 los flujos de comercio y la producción mundial se redujeron en 11% y 1,9%, respectivamente. Esta situación, a la cual no fue ajena Colombia, afectó la confianza de los consumidores, redujo la demanda externa e interna y generó una caída en los

ingresos de las empresas. El año pasado en términos reales, las exportaciones cayeron 8,2%, las ventas de la industria se contrajeron, en promedio, 5,4% y las ventas de comercio al por menor disminuyeron 2,7%, en promedio (véase gráficos 11 y 13, Capítulo II).

En general, las caídas en ventas y exportaciones se vieron reflejadas en los ingresos operacionales y las utilidades del sector empresarial. De acuerdo con la Superintendencia de Sociedades, en 2009 los ingresos operacionales de las empresas se redujeron 0,01%⁷, mientras que en 2008 habían crecido 9,2% y en 2007 13,4%. Las empresas con mayores relaciones comerciales con Venezuela sufrieron una caída en sus ingresos operacionales de alrededor de 8,7%. En cuanto a las utilidades, éstas cayeron a una tasa anual de 4,1% cuando en 2008 y 2007 crecieron 9% y 23%, respectivamente. Dicha disminución puede estar relacionada con el débil crecimiento de los ingresos operacionales y el aumento en los salarios reales. Sin embargo, esta no fue mayor, gracias a los menores costos enfrentados por las empresas debido a la reducción en los precios de las materias primas, junto con los recortes de personal. Por su parte, la utilidad operacional bajó 10,5%, lo que se explica, de acuerdo con la Superintendencia de Sociedades, por los esfuerzos de los empresarios en vender lo mismo, pero a menores precios.

Por sectores, se destaca el de la construcción como el de mayor crecimiento en sus ingresos operacionales con un incremento del 11,8%, seguido del de servicios, con el 5,4%, el agropecuario, con el 4,4% y el comercio, con el 2,6%. La explotación de minas y el sector manufacturero disminuyeron sus ingresos en 13,5% y 3,2%, respectivamente (Cuadro R1.2).

Cuadro R1.2
Variación porcentual de los ingresos operacionales

Sector	2007	2008	2009
Construcción	30,93	21,74	11,80
Servicios	13,89	10,84	5,44
Agropecuario	10,50	14,21	4,40
Hoteles y restaurantes	15,51	12,09	3,48
Comercio	14,08	5,92	2,64
Manufactura	12,12	5,83	(3,24)
Explotación de minas	9,31	41,94	13,54
Total	13,44	9,23	(0,01)

Fuente: Superintendencia de Sociedades.

6 Familias en Acción es el programa con transferencias en efectivo más importante del país.

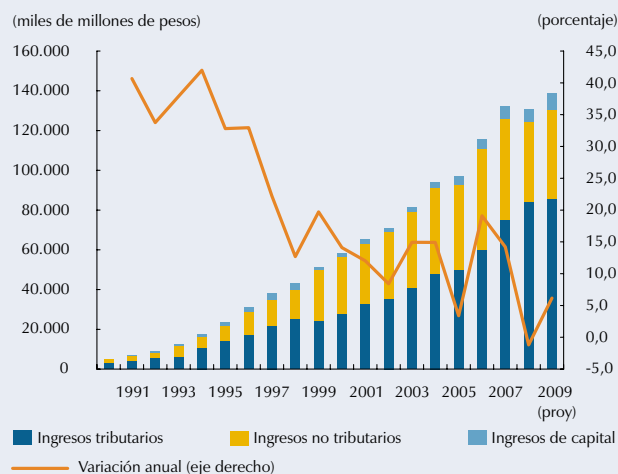
7 Cálculo realizado para 19.946 empresas con las que se pueden comparar los datos.

El año pasado fue especialmente difícil para la industria a nivel mundial. En Colombia, la producción cayó 5,7%, las ventas se contrajeron 5,4% y las exportaciones en dólares del sector industrial disminuyeron 20,3%. Los sectores más golpeados fueron aquellos que tienen un vínculo más estrecho con el mercado internacional, y particularmente con Venezuela. En el sector de alimentos y bebidas la producción cayó 1,8%, las ventas lo hicieron en 2% y las exportaciones disminuyeron 14%. La fabricación de textiles, prendas de vestir, cuero y sus derivados, que sufrieron fuertemente las restricciones al comercio con Venezuela y el debilitamiento de su demanda interna, presentaron disminuciones en sus ventas de 13%, 16% y 11% y en sus exportaciones de 35%, 50% y 57%, respectivamente. Las ventas de vehículos y autopartes cayeron 18%, al tiempo que las exportaciones lo hicieron en 53%. Por su parte, el sector de la construcción fue el de mayor crecimiento económico en 2009, registrando un incremento del 12,8%, originado, principalmente, en las obras civiles. La construcción de edificaciones descendió, especialmente en oficinas, locales comerciales y bodegas.

3. El Gobierno

En 2009 los ingresos totales del sector público no financiero (SPNF) crecieron 6,2% (Gráfico R1.5). Los ingresos tributarios, que representan el 62% del total, aumentaron apenas a una tasa de 1,7% como resultado de la desaceleración económica tanto nacional como internacional. Por su parte, los ingresos no tributarios, que aportan el 32% al total, se incrementaron 11,8%, debido al buen desempeño de las empresas estatales y los departamentos. Los ingresos de capital, que corresponden al 6% del total, aumentaron 29,4% originados en los excedentes financieros de las empresas públicas y en las utilidades de Ecopetrol.

Gráfico R1.5
Ingresos del sector público no financiero



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

En cuanto al Gobierno nacional central (GNC), los ingresos totales crecieron 2,8%, principalmente por un buen comportamiento del impuesto de renta, que compensó las caídas en el resto de impuestos. Las rentas de origen tributario del GNC solamente aumentaron 1,3%, como resultado de la desaceleración económica sobre los recaudos del IVA, del gravamen a los movimientos financieros (GMF), de los gravámenes arancelarios y del impuesto a la gasolina, entre otros. El desplome del comercio internacional generó una contracción en el IVA externo de 11,8%, y los aranceles presentaron descensos del 6,8%. Como se mencionó, a pesar de la crisis, el impuesto de renta registró un crecimiento de 13,9%, en gran parte por el monto del tributo a cargo de Ecopetrol, que alcanzó un valor equivalente a 0,8% del PIB (Gráfico R1.6). Esto se dio como consecuencia del fuerte aumento del precio internacional del crudo en 2008, lo cual incrementó sus ingresos en 46,7% y sus utilidades en 124%.

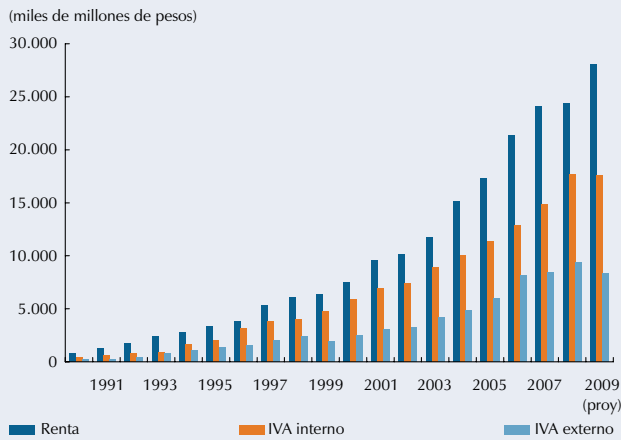
Los ingresos no tributarios del SPNF tuvieron una dinámica favorable, pasando de \$39.961 mm en 2008 a \$44.664 mm el año pasado. Esto se dio por el buen comportamiento de las empresas con participación pública, como EPM e Isagen, las cuales en 2009 aumentaron sus utilidades en 27,5% y 25,2% respectivamente, a la vez que sus ingresos operacionales crecieron 21% y 15,1%. Las empresas de seguridad social registraron un buen desempeño, al finalizar el año con un superávit de 1,3% del PIB. Aunque menos sobresaliente, las utilidades e ingresos operacionales de ISA aumentaron en 4,7% y 12,2%, respectivamente. Por su parte, Emcali arrojó pérdidas en 2008, a pesar de que sus ingresos operacionales crecieron 8%. Con respecto a los recursos de capital del GNC, estos crecieron 13,8% debido al pago de excedentes financieros de las empresas públicas, y particularmente de Ecopetrol, entidad que giró dividendos por un monto de \$7.905 mm y a la transferencia del FAEP, equivalente al 20% del saldo de este fondo.

En cuanto a los entes territoriales, los ingresos de los departamentos crecieron 16% y mantuvieron su superávit fiscal de 0,13% del PIB. El buen comportamiento de los ingresos fue resultado del superávit en seguridad social, sobre todo en pensiones. Por su parte, los ingresos de los municipios aumentaron 9,4%, al tiempo que sus gastos lo hicieron en 17%; en consecuencia, el resultado fiscal fue negativo.

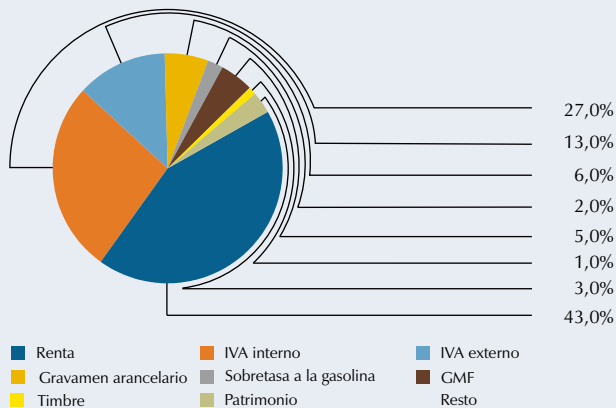
En conclusión, 2009 fue un año marcado por una demanda interna privada débil, resultado de las menores entradas de recursos por exportaciones y transferencias, así como por la pérdida de confianza de los consumidores. Los ingresos de los hogares se vieron fuertemente afectados por el deterioro en el mercado laboral, sobre todo en las áreas urbanas, además de la reducción de las remesas. Los aumentos en las transferencias del Gobierno, el aumento en el salario real y los rendimientos del ahorro y la inversión no compensaron esta caída, por lo que los ingresos de las familias se contrajeron 2% en términos reales. Las empresas sintieron menos la

Gráfico R1.6

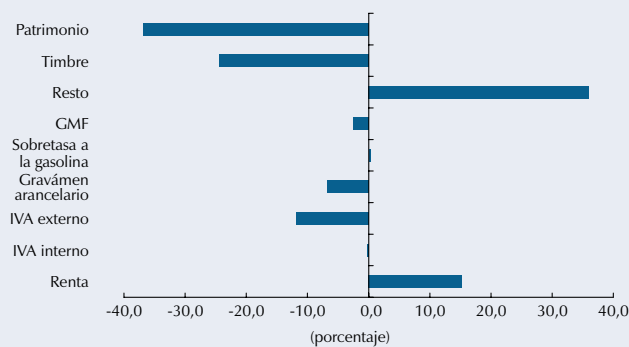
A. Evolución del IVA y del impuesto de renta



B. Composición de los ingresos tributarios



C. Crecimiento de los ingresos tributarios del GNC



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

crisis y lograron sostener sus ingresos en pesos corrientes, al tiempo que la demanda tanto interna como externa estuvo deprimida. Por último, el Gobierno, a pesar de la desaceleración y sus efectos sobre el recaudo de impuestos, obtuvo un crecimiento de sus ingresos nominales de 6,2%.

Referencias

Departamento Nacional de Planeación. "Informe de la Misión para el empalme de las series empleo, pobreza y desigualdad", Bogotá, 2010.

Jenkis, Stephen. "Modeling Household Income Dynamics", Journal of Population Economics, vol. 13 pp. 529-567, 2000.

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. "Marco fiscal de mediano plazo", Bogotá, 2010.

Superintendencia de Sociedades. "Resultados de empresas 2009", Bogotá, 2010.

Recuadro 2

ANÁLISIS RETROSPECTIVO DEL COMPORTAMIENTO DE LA ECONOMÍA COLOMBIANA DURANTE 2009, SEGÚN EL MODELO PATACON

Luis Eduardo Rojas*

Este recuadro presenta un breve análisis del comportamiento de la economía colombiana durante 2009 a la luz de un modelo a cargo del Departamento de Modelos Macroeconómicos, que se encuentra en construcción en el Banco de la República, denominado *Patacon* por su sigla en inglés. En particular, se emplea el modelo para identificar y cuantificar las fuerzas que determinaron el crecimiento del PIB y la tasa de inflación en 2009. Para llevar a cabo el ejercicio, se emplean las series del PIB, consumo total, exportaciones, materias primas importadas, inversión, inflación total según el IPC, tasa de interés externa, inflación externa, salarios, transferencias, tasa interbancaria, precio de materias primas importadas y precio de bienes importados de consumo e inversión importados. Éstas se obtienen del DANE, el Banco de la República y la DIAN. De igual manera, se emplean datos sobre bienes importados de consumo e inversión importados y PIB de socios comerciales las cuales se construyen siguiendo la propuesta de Mahadeva y Parra (2008). Todas las series tienen una frecuencia trimestral que va del segundo trimestre de 2001 hasta el cuarto de 2009.

Los choques que generan las fluctuaciones de una economía pequeña y abierta, como la colombiana, se pueden clasificar en dos grupos: los externos y los internos. A continuación se presentan los choques externos que afectaron a la economía colombiana durante 2009, así como su efecto sobre las sendas de crecimiento del PIB y de la inflación. Las variaciones del PIB y del índice de precios al consumidor no explicadas por los choques externos conforman el componente asociado con los choques internos, los cuales se exponen posteriormente.

La importancia de los choques, tanto internos como externos, es medida a partir de su efecto sobre las tasas de crecimiento trimestrales del PIB (durante 2009) y de la tasa de crecimiento anual del PIB trimestral del cuarto trimestre de 2009. Para el caso de la inflación se tienen en cuenta tanto la inflación trimestral como la anual de 2009.

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

1. Choques externos

Según la descomposición que resulta del modelo, los choques externos que afectaron la dinámica de la economía en 2009 fueron los cambios en los precios de las materias primas importadas, en los precios de los bienes finales importados y en el PIB de los socios comerciales. La dinámica de estas tres series para los años 2008 y 2009 se presentan en el Gráfico R2.1.

El año 2008 finalizó con una alta en el precio de materias primas, la cual disminuye en 2009 hasta alcanzar niveles negativos inferiores al 10%. El cambio en los precios de los bienes finales importados fue negativo en el tercer trimestre de 2008, aumentó en 2009, alcanzando su máximo en el segundo trimestre; posteriormente, bajo durante los dos últimos trimestres del año. Por su parte, el PIB de los socios comerciales comenzó a mostrar tasas de crecimiento negativas a partir del primer trimestre de 2009.

El Gráfico R2.2 presenta el efecto que estas variables tienen sobre el crecimiento trimestral del PIB durante 2009, y sobre el crecimiento anual del cuarto trimestre. Los datos se encuentran en desviaciones de su nivel de largo plazo (crecimiento anual del PIB de 3,5%). Las barras que se ubican en la parte positiva reflejan efectos expansivos sobre el crecimiento del PIB en ese período, impulsándolo a crecer por encima de su nivel de largo plazo. Las barras en la zona negativa representan choques con un efecto contractivo. La senda observada del crecimiento del PIB corresponde a la línea continua.

De lo anterior se puede concluir que la alta variación positiva del precio de las materias primas, observada al inicio del período, tuvo efectos contractivos en el primer trimestre de 2009, mientras que su posterior caída tuvo efectos expansivos, principalmente en el segundo y tercer trimestres de dicho año. El efecto neto en la tasa de crecimiento anual fue positivo.

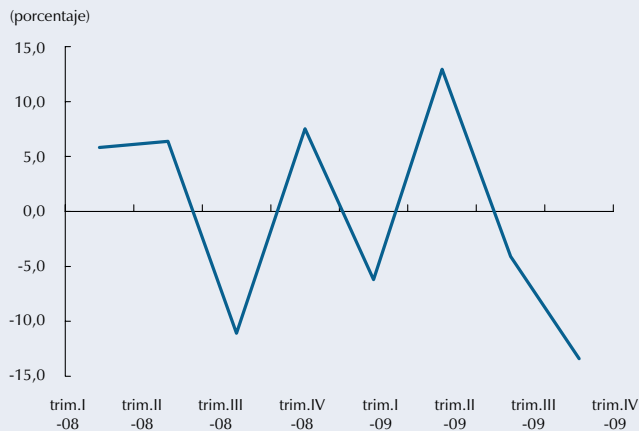
El modelo *Patacon* predice que un incremento en el precio de los bienes importados genera un aumento en el costo de los bienes de consumo e inversión importados, lo que implica un efecto ingreso negativo para los hogares. Los bienes importados y los producidos internamente no son perfectos sustitutos, razón por la cual el efecto sustitución ante un cambio en los precios relativos no contrarresta completamente el efecto ingreso mencionado. De esta forma, el aumento en la variación del precio de bienes importados en el segundo trimestre de 2009 tuvo efectos contractivos

Gráfico R2.1

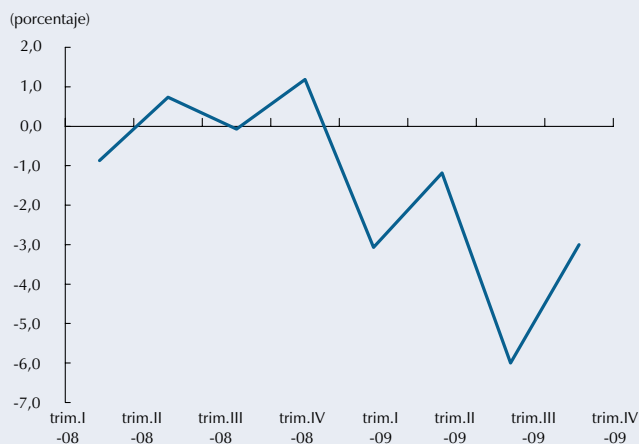
A. Variación trimestral del precio de las materias primas importadas



B. Variación trimestral de precio de los bienes importados (porcentaje)



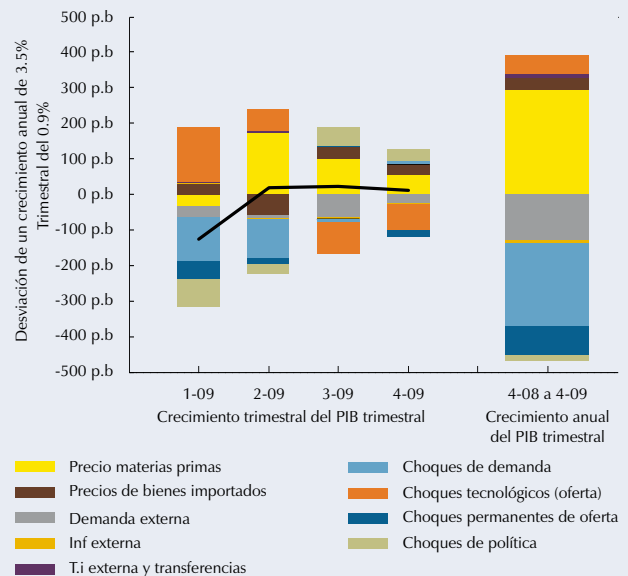
C. Tasa de crecimiento trimestral del PIB de los socios comerciales



Fuentes: cálculos del autor.

Gráfico R2.2

Descomposición del PIB por tipo de choque



Fuentes: cálculos del autor.

sobre el PIB en igual periodo. Sin embargo, ante su caída en el tercero y cuarto trimestres, el efecto de esta variable sobre el crecimiento anual fue positivo.

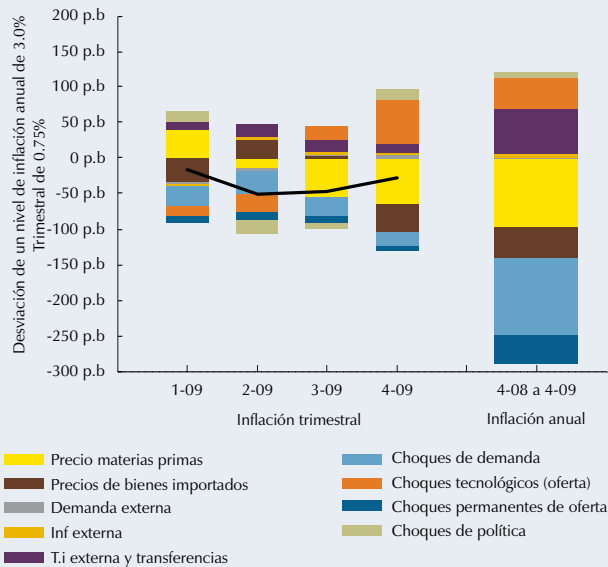
Por su parte, la caída en el PIB de los socios comerciales, al contraer la demanda por nuestras exportaciones, también tuvo efectos negativos sobre el crecimiento del PIB, que principalmente se manifestaron en la tasa de crecimiento del PIB del tercer trimestre.

En el Gráfico R2.3 se presenta una descomposición equivalente para el caso de la serie de la inflación total. Los datos se encuentran en desviaciones de su nivel de largo plazo (inflación anual de 3,0%). Para interpretar las diferencias entre las respuestas del PIB y la inflación, es importante tener en cuenta que los precios reaccionan más lentamente y con rezagos frente a los choques, debido a las rigideces nominales presentes en el modelo.

Se encuentra que si bien la alta variación positiva en el precio de las materias primas registrada en los dos últimos trimestres de 2008 tuvo efectos inflacionarios en la economía de gran magnitud que se trasladaron al IPC durante el primer trimestre de 2009, su posterior caída tuvo efectos deflacionarios. Este componente redujo la inflación principalmente durante el tercero y cuarto trimestres de 2009. En el acumulado anual, la variación en el precio de las materias primas redujo la inflación a niveles inferiores al 3%.

De otro lado, la disminución del precio de los bienes importados al final del año 2009 contrajo la inflación del IPC a la baja, principalmente en el cuarto trimestre. Otra variable externa que resultó relevante para explicar el comportamiento de la

Gráfico R2.3
Descomposición del crecimiento de la inflación por tipo de choque



Fuentes: cálculos del autor.

inflación fue la tasa de interés externa, que durante 2009 registró un aumento que generó presiones inflacionarias. Uno de los canales de transmisión de esta tasa a la inflación es mediante su efecto sobre la tasa de cambio y el traspaso de esa tasa a la inflación.

2. Choques internos

A partir de los datos disponibles también se identificaron cuáles fueron los choques internos más probables que se presentaron en ese período. Estos últimos pueden ser agrupados en tres tipos diferentes: choques de oferta, choques de demanda y choques de política monetaria.

Con respecto a los choques de oferta, estos pueden ser, a su vez, de dos clases: choques cíclicos —movimientos temporales en el sistema productivo (por ejemplo El Niño para el sector agrícola)— o choques permanentes, que son cambios en la tasa de crecimiento de la productividad total de los factores (TFP), lo que se podría asociar con choques al PIB potencial o de largo plazo. El modelo *Patacon* identifica que durante 2009 se presentaron ambos tipos de choques. Por un lado, se presentó una caída en el crecimiento del PIB potencial (TFP) y, por otro, se identificaron choques temporales de oferta positivos durante la primera mitad de 2009, que en el segundo semestre pasaron a ser negativos.

El efecto de los choques permanentes de oferta se presenta en el Gráfico R2.3 para el PIB, y en el Gráfico R2.2 para la inflación. Se observa que la caída en el crecimiento del potencial tuvo efectos contractivos sobre la tasa de crecimiento anual; principalmente, en los dos primeros trimestres

del año. A su vez, como la demanda reaccionó de forma inmediata ante estos choques permanentes, y la oferta hizo lo mismo, pero a una menor velocidad, la caída de la TFP contrajo en mayor medida la demanda (con respecto a la oferta), entonces la inflación se redujo por este motivo.

Los choques de oferta (temporales) que el modelo identifica en el primer trimestre de 2009 tuvieron efectos deflacionarios en tales lapsos. Una vez se revierten estos choques en el segundo semestre de 2009, se observó un efecto inflacionario en los dos últimos trimestres de 2009. En el agregado anual, debido a que el efecto deflacionario de los primeros trimestres fue de menor magnitud que el efecto inflacionario de los otros dos, los choques transitorios de oferta aumentaron la inflación. En el caso del PIB, el aporte neto de los choques de oferta en el crecimiento anual fue positivo debido principalmente a su efecto positivo en del primer trimestre.

Los choques de oferta que identifica el modelo podrían estar parcialmente explicados por la senda de la inflación anual de alimentos, la cual alcanzó niveles superiores al 12% en 2008, para luego caer a 2,8% en el segundo trimestre de 2009. Lo anterior estaría capturado por los choques positivos de oferta durante el primer semestre de 2009 junto con la caída en el precio de importados mencionada.

El modelo también identificó choques de demanda negativos durante el período de estudio, debido a la fuerte caída registrada por el consumo y la inversión, las cuales no son completamente explicadas por los factores externos y los choques de oferta. Estos choques negativos de demanda fueron un factor fundamental que llevó el crecimiento del PIB y a la inflación a la baja de forma persistente durante 2009, tal como lo muestran los gráficos R2.2 y R2.3.

Ante choques que generan una caída del ingreso, como la que se presentó durante el período de estudio, los agentes toman las decisiones que les permitan ajustarse a ese cambio, buscando la menor pérdida de bienestar posible. Uno de los mecanismos de los que disponen es el suavizamiento del consumo. Los choques de demanda capturan las desviaciones de los hogares en sus decisiones de inversión y consumo con respecto a una senda de suavizamiento hipotética, si sólo se consideran los choques mencionados en los apartados anteriores.

Los choques de demanda negativos identificados por el modelo implican un menor suavizamiento que aquel de la senda hipotética. Esto podría ser explicado por dos factores que son determinantes del grado de suavizamiento. Primero, las expectativas sobre las condiciones de la economía por parte de los agentes: mientras peor perciban las condiciones futuras y consideren más persistentes los choques negativos, más van a reducir su consumo e inversión. El índice de confianza del consumidor construido por Fedesarrollo permite capturar parcialmente este componente. Se observó una fuerte

caída de este indicador durante el período de estudio de forma que los agentes esperaban una lenta recuperación. El nivel mínimo se dio en el segundo trimestre de 2009.

Como segundo factor es necesario considerar los medios que tienen los agentes para poder materializar el suavizamiento del consumo. Por un lado, pueden aumentar su cantidad de trabajo. Por otro, pueden recurrir al crédito. En ambos casos estas herramientas se tornaron más restrictivas a lo largo de 2009. Con respecto al primer medio, se observó que la probabilidad de conseguir trabajo disminuyó sustancialmente, dada una tasa de desempleo creciente. En cuanto al segundo, el Reporte de la Situación del Crédito en Colombia de diciembre de 2009, elaborado por el Banco de la República, muestra cómo un alto porcentaje de los bancos aumentaron sus exigencias mes tras mes para asignar nuevos créditos. Por ejemplo, en el caso del crédito de consumo, en diciembre de 2008 cerca del 90% de los bancos encuestados aumentaron sus exigencias para asignar nuevos créditos.

Finalmente, los choques de política se refieren a desviaciones de la tasa de interés del Banco según lo que hubiera sugerido una regla de política¹. Durante 2009, esta tasa se

redujo más rápidamente y a niveles inferiores de los que implicaba la regla de Taylor. Esto se tradujo en un mayor crecimiento del PIB durante el segundo trimestre de 2009 y una mayor inflación en el último trimestre.

Referencias

Mahadeva, Lavan; Parra, Juan. "Testing a DSGE and its Partner Database", Borradores de Economía, núm. 479, Banco de la República, 2008.

González, Andrés; Mahadeva, Lavan; Rodríguez, Diego; Prada, Juan David. "Patacon: Un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico para Colombia", Borradores de Economía, mimeo., Banco de la República, 2010.

1 La regla de política que considera el modelo tiene en cuenta las desviaciones esperadas de la inflación con respecto a la meta a cuatro trimestres, las desviaciones contemporáneas del PIB

frente a su nivel de largo plazo y un componente de suavizamiento de la tasa de interés.

II. MERCADOS FINANCIEROS

La elevada deuda pública de Grecia y las dudas sobre su sostenibilidad, han generado una crisis en su economía que amenaza con extenderse a otros países de la región. Esto incrementó la volatilidad en los mercados financieros de las economías desarrolladas mientras que el efecto sobre los mercados emergentes fue leve.

El primer trimestre de 2010 se caracterizó por un crecimiento anual estable de los agregados monetarios y por una cartera que se sigue recuperando de forma lenta pero continua.

La menor inflación y el descenso en las expectativas y en sus pronósticos, junto con una brecha del producto que seguirá en terreno negativo, justificó la reducción en las tasas de interés de referencia del Banco.

A. MERCADOS EXTERNOS

Durante el primer trimestre del año los mercados financieros mundiales de nuevo fueron afectados por aumentos en la incertidumbre y en la percepción de riesgo. En esta oportunidad la mayor volatilidad fue ocasionada por los temores que surgieron debido a los altos niveles de endeudamiento de Grecia y otros países de la Unión Europea (Portugal, España, Irlanda e Italia). La volatilidad se concentró principalmente en las economías desarrolladas, mientras que el efecto sobre los mercados emergentes fue leve.

Durante el primer trimestre del año los mercados financieros mundiales de nuevo fueron afectados por aumentos en la incertidumbre y en la percepción de riesgo.

El creciente nerviosismo en los mercados financieros es un síntoma de que se están materializando algunas de las secuelas de la crisis financiera mundial que fueron identificadas en informes de inflación anteriores. En particular, si bien es cierto que en el corto plazo las políticas ejecutadas por los gobiernos permitieron estabilizar el sistema financiero y reactivar la economía, los desbalances macroestructurales (altos niveles de endeudamiento privado) no se han resuelto todavía;

por lo que estas políticas podrían estar atentando contra la estabilidad macroeconómica de algunos países desarrollados en el mediano plazo. Esto es especialmente cierto para aquellos países que, como Grecia, tenían una deuda acumulada inicial alta, por cuanto su vulnerabilidad aumentó en un entorno como el actual, caracterizado por una fuerte contracción económica en 2008 y 2009 y por bajas perspectivas de crecimiento hacia futuro.

Debido a la interconexión de los mercados financieros en Europa, los problemas de Grecia tendieron a alimentar temores sobre un posible contagio hacia otras economías altamente endeudadas y que empezaban a exhibir problemas de sostenibilidad. Así, en los últimos meses se ha apreciado un deterioro generalizado y simultáneo de varios indicadores macroeconómicos en estos países desarrollados, que alcanzan niveles similares o incluso superiores a los observados en muchas economías emergentes durante crisis anteriores (Cuadro 4). Como resultado, estos países, que eran tradicionalmente considerados como estables, ahora estarían viendo afectada su calificación crediticia. En el caso de Grecia, por ejemplo, su deuda perdió el grado de inversión a comienzos de abril, mientras que en Portugal hubo un descenso significativo en su calificación.

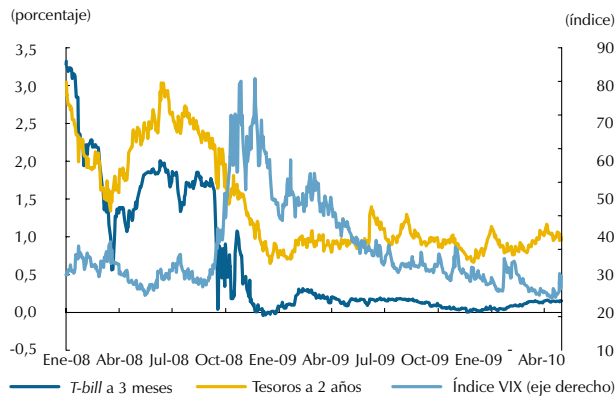
Cuadro 4
Recientes crisis de deuda en mercados desarrollados (MD) contra altos déficits en mercados emergentes (ME)
(indicadores seleccionados)

	Deuda del gobierno (porcentaje del PIB)	Balance del gobierno (porcentaje del PIB)	Exportaciones/PIB (porcentaje)	Inflación (porcentaje)	Crecimiento del PIB (porcentaje)
Argentina 2001	63,1	(3,7)	11,5	(1,1)	(4,4)
Ecuador 1999	101,2	(0,6)	31,5	52,2	(6,3)
Indonesia 1998	66,6	(2,2)	46,0	58,4	(13,1)
Pakistán 1998	78,2	(6,7)	15,9	6,2	3,1
Rusia 1998	75,4	(6,0)	31,2	27,7	(5,3)
Ucrania 1998	37,6	(2,8)	42,1	10,6	(1,9)
Uruguay 2001	39,1	(4,9)	18,3	4,4	(3,4)
Promedio ME	65,9	(3,8)	28,1	22,6	(4,5)
Grecia 2009	113,4	(12,7)	6,3	1,1	(1,2)
Irlanda 2009	64,5	(11,7)	50,6	(1,6)	(7,5)
Italia 2009	115,1	(5,3)	19,7	0,8	(4,8)
Portugal 2009	69,7	(3,9)	19,1	(0,6)	(0,8)
España 2009	55,2	(11,4)	14,8	(0,3)	(3,6)
Reino Unido 2009	71,0	(6,8)	16,0	2,2	(4,8)
Japón 2009	189,3	(3,2)	11,6	(1,3)	(5,2)
Estados Unidos 2009	83,9	(9,9)	7,5	(0,3)	(2,4)
Promedio MD	95,3	(8,1)	19,9	(0,2)	(3,8)

Nota: datos de 2008 para Irlanda; datos del año fiscal 2008 para Japón.

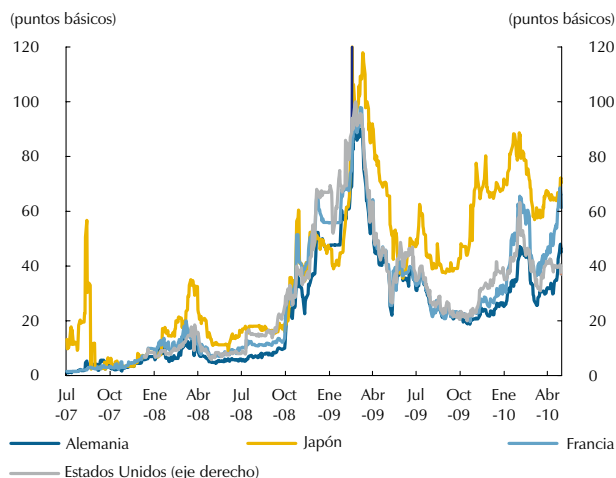
Fuente: Banco Central Europeo; Haver Analytics; De Paoli, Hoggarth and Saporta "Costs of Sovereign Default", Financial Stability Paper, núm.1, julio 2006; Gs Global ECS Research

Gráfico 38
Índice de aversión al riesgo (VIX) y tesoros de corto plazo en los Estados Unidos



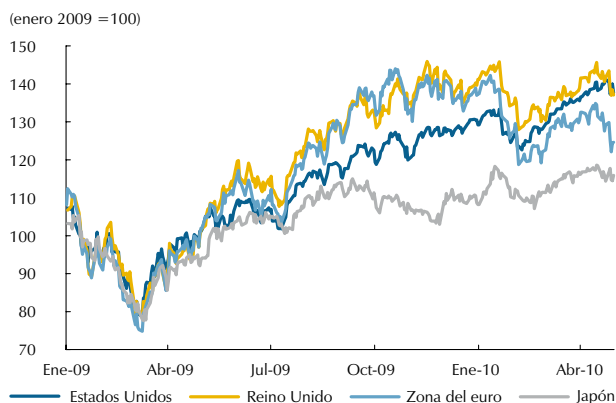
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 39
Credit default swaps (CDS) de algunas economías desarrolladas^{a/}



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

Gráfico 40
Índices de acciones MSCI^{a/} en países desarrollados



a/ MSCI: Morgan Stanley Capital International. El índice corresponde a datos expresados en dólares.
Fuente: Bloomberg.

En el contexto anterior, los inversionistas liquidaron posiciones riesgosas, no sólo de renta variable sino también de títulos de deuda pública de países europeos, y se desplazaron hacia activos considerados como más seguros, como los títulos de deuda de los Estados Unidos (Gráfico 38). Esto ha aumentado las tasas de interés a las cuales se tienen que financiar los gobiernos de países endeudados y ha castigado aún más su nivel de solvencia, especialmente para Grecia.

Por su parte, en las economías desarrolladas más sólidas, como los Estados Unidos, Japón y Alemania, las curvas de rendimientos de la deuda pública han continuado empujadas (diferencial entre tasas de diez años y dos años), aunque a mediados de abril se observó algún aplanamiento. En particular, el aumento del estrés en el mercado financiero elevó la demanda por títulos líquidos de corto plazo, induciendo algunas caídas en este tramo de la curva, las cuales se dan simultáneamente con aumentos en las tasas de largo plazo, dada una mayor percepción de riesgo debido a la encrucijada fiscal. Asimismo, desde mediados de febrero hubo un repunte significativo en las primas de riesgo soberano de Alemania y Francia, debido a los problemas de sus vecinos europeos (Gráfico 39).

Como resultado de ello, en la mayoría de bolsas de países europeos se presentaron caídas en lo corrido del año. Sin embargo, hasta finales de abril en el caso de los Estados Unidos los descensos en las bolsas habían sido transitorios gracias al mayor dinamismo y mejores perspectivas de su sector real. De hecho, en los primeros cuatro meses se observaron ganancias netas en los índices bursátiles estadounidenses (Gráfico 40).

Debido a las numerosas interconexiones entre países y bancos, uno de los principales efectos de la mayor incertidumbre en Europa ha sido las dudas crecientes sobre la estabilidad del euro. La reticencia de algunos gobiernos de aportar recursos para facilitar liquidez al fisco de Grecia se tradujo en un debilitamiento del euro frente al dólar y otras monedas: el euro se depreció alrededor de 12% frente al dólar entre enero y abril, y frente al yen lo hizo en 11% (Gráfico 41).

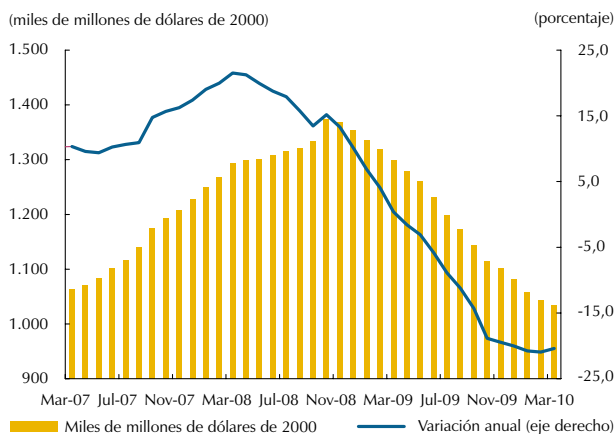
Además del problema de la deuda europea, los mercados financieros siguieron aquejados por el

Gráfico 41
Comportamiento del euro^{a/}



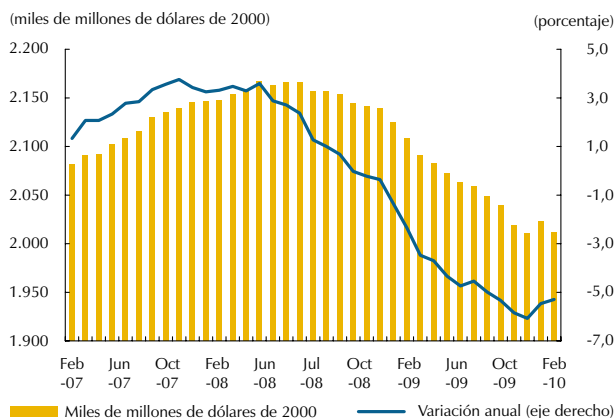
a/ Una subida del índice implica depreciación del euro.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 42
Crédito comercial e industrial real en los Estados Unidos



Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos.

Gráfico 43
Crédito de consumo real en los Estados Unidos



Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos.

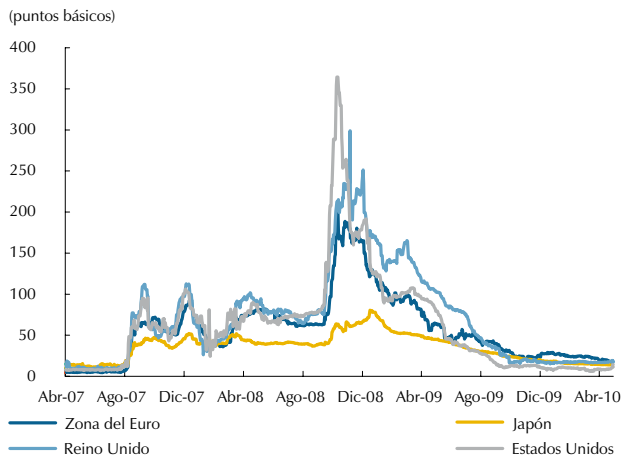
congelamiento del crédito que se desencadenó desde comienzos de la crisis de 2008. Aunque las encuestas más recientes de los bancos centrales sobre los estándares para otorgar préstamos por parte de los bancos comerciales han continuado mejorando y se ha presenciado un repunte importante en las emisiones de bonos corporativos, el canal crediticio continúa deteriorado. En particular, en los primeros meses del año en los Estados Unidos los préstamos destinados a consumo y a actividades comerciales e industriales se contrajeron a tasas anuales de 5% y 20%, respectivamente (gráficos 42 y 43). Esta situación, de continuar, podría socavar la recuperación económica.

Sin embargo, no todo es negativo, ya que los mercados de dinero (interbancario) continuaron mostrando signos de estabilidad. Cabe recordar que las restricciones de liquidez que se presentaron a finales de 2008, en plena crisis financiera, fueron superadas gracias a los diversos programas de apoyo al sistema financiero por parte de los bancos centrales. Indicadores de riesgo de liquidez (como el *Libor-OIS spread*¹) se encuentran en niveles aceptables y relativamente bajos desde hace seis meses (Gráfico 44). Adicionalmente, desde finales de 2009 se observó que paulatinamente las instituciones bancarias han recurrido menos a dichos programas: por ejemplo, los bancos tuvieron una participación decreciente en las subastas de fondos de la denominada facilidad de préstamo a plazo (o *term auction facility* [TAF]) de la Reserva Federal de los Estados Unidos entre diciembre y su vencimiento (el 8 de marzo de 2010).

Pese a las mejores condiciones de liquidez, es probable que los bancos centrales mantengan por un tiempo más la actual postura de política monetaria ampliamente holgada. Así, es muy probable que la tasa de

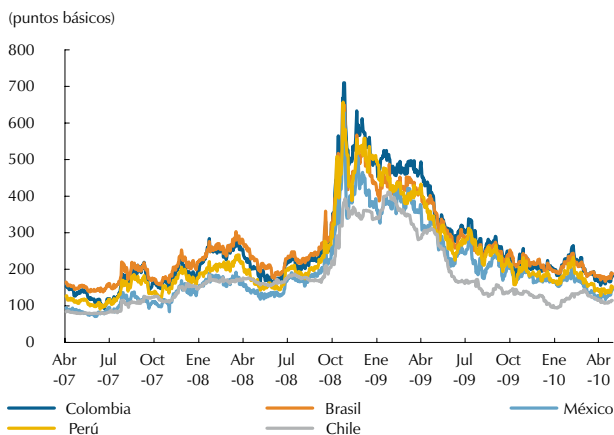
1 Este indicador es la diferencia entre las tasas de interés de préstamos interbancarios (Libor) y el *overnight index swap* (OIS). Este último es un intercambio de flujos entre tasa fija y tasa variable (*swap*), con la tasa flotante atada a un índice overnight de referencia —en los Estados Unidos es la tasa efectiva de los *federal funds*—. La tasa OIS es la mejor medida de las expectativas de los inversionistas sobre las tasas de los *federal funds* (objetivo de la política monetaria de la Fed). El diferencial entre la Libor y la OIS muestra la brecha esperada por el mercado entre la tasa de referencia del mercado y el costo de endeudamiento interbancario durante el término del swap.

Gráfico 44
Diferenciales en tasas de los mercados interbancarios:
Libor vs. OIS a tres meses



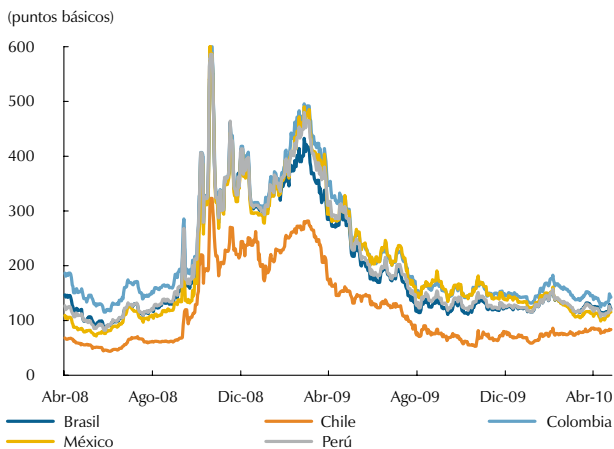
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 45
Emerging markets bond index (EMBI+) Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 46
Credit default swaps (CDS) a cinco años en Latinoamérica



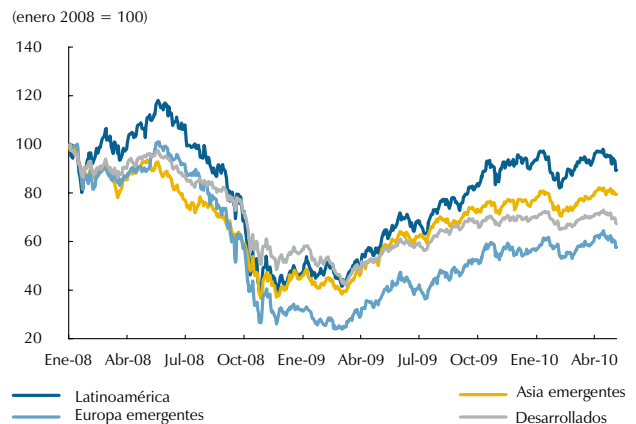
Fuente: Bloomberg.

interés de la Fed continúe en niveles de 0,0% a 0,25% hasta finales de año. Algo similar se espera del Banco Central Europeo (BCE).

En cuanto a los mercados financieros de los países emergentes, y contrario a lo que sucede en los países desarrollados, las primas de riesgo se mantuvieron relativamente estables, e incluso tendieron a disminuir, sobre todo en abril, de acuerdo con la mejoría en las perspectivas económicas. En Latinoamérica, incluyendo Colombia, aunque la mayoría de gobiernos ejecutaron políticas fiscales contracíclicas, éstas no deterioraron sus balances de manera profunda, por lo que las primas de riesgo han permanecido estables y ya se ubican en niveles anteriores a la quiebra de Lehman Brothers (gráficos 45 y 46). 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.

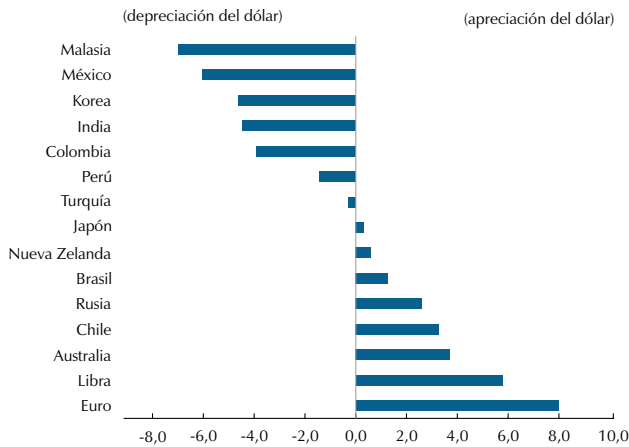
Los mercados accionarios en las economías emergentes y en América Latina resultaron un poco más afectados por la turbulencia en Europa que los mercados de deuda. Pero aún así su desempeño, en especial en Brasil y Colombia, superó ampliamente el de los países desarrollados (Gráfico 47). Algo similar, aunque en menor medida, se observó en los países asiáticos. (Gráfico 48).

Gráfico 47
Índices de acciones MSCI^{a/} por regiones



a/ MSCI: Morgan Stanley Capital International. El índice corresponde a datos expresados en dólares.
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 48
Comportamiento del dólar año corrido



Fuente: Bloomberg.

Con respecto a las monedas de los países emergentes, éstas han presentado un comportamiento mixto en lo corrido del año. En Latinoamérica las monedas de Brasil y Chile se han depreciado, mientras que las de México y Colombia se han apreciado. En el caso del peso colombiano, su apreciación frente al dólar ascendió a 4,2% entre diciembre de 2009 y abril, pese a que en este último mes la tendencia se revirtió parcialmente.

Dado todo lo anterior, los riesgos estimados que pesan sobre algunas economías desarrolladas han aumentado en este informe. Es posible que la mayor incertidumbre por la situación en Europa repercuta en un alza de las tasas de interés para las emisiones de deuda pública, incluso si se concreta algún tipo de rescate por parte del FMI y del BCE a las economías con más problemas (como Grecia).

Por otro lado, no se descarta que a futuro mayores necesidades de financiamiento de las economías desarrolladas pudieran desembocar en una reducción de los flujos de capital hacia economías emergentes y en una elevación de sus costos de financiamiento. Sin embargo, esta tendencia podría contrarrestarse por el mejoramiento relativo de la percepción de riesgo hacia estas últimas economías.

LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA EN GRECIA Y SU IMPACTO EN EUROPA

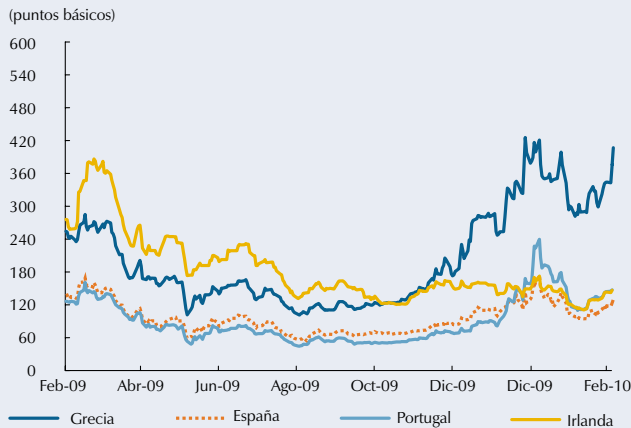
El deterioro económico y las presiones sobre el fisco de Grecia, país que alcanzó un déficit fiscal de 12,7% en 2009, llevó a la comunidad europea a exigirle el desarrollo e implementación de un amplio conjunto de medidas estructurales¹ para corregir el déficit excesivo. Desde hace varios años este país violaba ampliamente el Tratado de Maastricht, en el cual se establece que los miembros de la zona del euro deben propender por tener déficits fiscales por debajo del 3%, para no atentar con la estabilidad de la región.

1 Entre las medidas se contemplan reformas de los salarios públicos, y de los sistemas de pensiones y de atención sanitaria, así como medidas para mejorar la eficiencia de la administración pública. De la misma manera, se acordó efectuar recortes del gasto público y congelar salarios y pensiones de empleados públicos.

Pese a los anuncios de compromiso y ajustes del gobierno griego, la desconfianza por parte de los inversionistas sobre sus finanzas continuó y condujo a que las agencias calificadoras de riesgo disminuyeran su calificación crediticia, al punto de perder el grado de inversión. Esto disparó las primas de riesgo soberano a niveles significativamente elevados y generó presiones sobre las tasas de interés de largo plazo de sus títulos de deuda pública (gráficos A y B).

Al tiempo, las dudas se extendieron sobre otros países que también tienen elevados niveles de deuda (Portugal, España, Irlanda e Italia), los cuales igualmente vieron afectadas sus primas de riesgo. En algunos casos, como Portugal y España, se apreciaron disminuciones en sus calificaciones crediticias. Esto ejerció presión sobre los gobiernos de Alemania y Francia (las dos más grandes economías de la eurozona), el Banco Central Europeo (BCE), y organismos multilaterales como el Fondo Monetario Internacional (FMI), para tratar de conte-

Gráfico A
CDS a cinco años de algunos países de Europa occidental

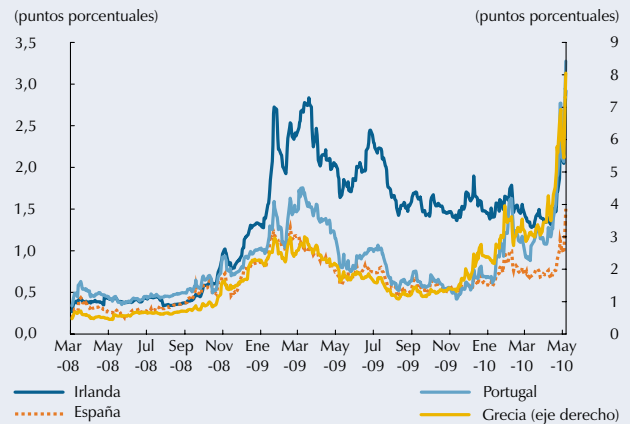


Fuente: Bloomberg.

ner la situación y evitar un mayor contagio e inestabilidad sobre la región, y en particular sobre la moneda.

Cuando se escribía este informe la comunidad europea, el BCE y el FMI acordaban un plan de ayuda a Grecia de al-

Gráfico B
Diferencial de la deuda soberana de algunos países de la Unión Europea de diez años con respecto a Alemania



Fuente: Bloomberg.

rededor de US\$145 mm. Adicionalmente, el BCE decidió suspender la aplicación del umbral de calificación crediticia mínima para los requisitos de garantía en las operaciones de crédito del Eurosistema, esto para poder recibir los títulos de deuda de Grecia que perdieron el grado de inversión.

B. MERCADOS FINANCIEROS INTERNOS

El primer trimestre de 2010 se caracterizó por un crecimiento anual estable del agregado monetario más amplio (M3), cercano al 7%, y por una cartera bruta total en moneda nacional (M/N) que se sigue recuperando de forma lenta pero continua.

El crecimiento promedio de los pasivos sujetos a encaje (PSE) ha estado impulsado por las captaciones más líquidas: cuentas de ahorro y corrientes. Por el contrario, el aumento anual de los CDT más bonos presentó una fuerte desaceleración y llegó a terreno negativo. Así, en dicho trimestre los PSE mantuvieron crecimientos anuales similares a los de M3 y superiores al aumento estimado del PIB nominal del presente año.

En lo corrido del año hasta marzo la recuperación de la cartera (M/N) ha estado liderada por el crédito a los hogares, especialmente con destino a la compra de vivienda (hipotecaria) y, en menor medida, por la lenta aceleración de la cartera de consumo. En el mismo período la recuperación que venía registrando la cartera comercial se revirtió a comienzos de abril, explicada, en parte, por prepagos de grandes empresas, por la emisión de bonos del sector real y por el cambio en la estacionalidad de Semana Santa². De todos modos, para lo que resta de año las encuestas sobre la

El primer trimestre de 2010 se caracterizó por un crecimiento anual estable del agregado monetario más amplio (M3), cercano al 7%, y por una cartera bruta total en moneda nacional (M/N) que se sigue recuperando de forma lenta pero continua.

² En términos de crecimiento anual, los desembolsos de crédito comercial ordinario, para la construcción de vivienda y los de tesorería también descendieron. Los preferenciales siguen creciendo a buen ritmo.

En materia de tasas de interés, las tasas pasivas y comerciales, desde marzo de 2010 tendieron a estabilizarse. Las tasas de interés para consumo siguieron descendiendo mientras que las hipotecarias han presentado menor desaceleración.

disponibilidad de crédito son favorables y, tanto oferentes (bancos) como demandantes (consumidores y sector real), sugieren que éste seguirá por el camino de la reactivación.

En materia de tasas de interés, las tasas pasivas y comerciales, que en 2009 se habían reducido a un ritmo mayor que el registrado por la tasa de intervención del Banco, desde marzo de 2010 tendieron a estabilizarse. Las tasas de interés para consumo siguieron descendiendo mientras que las hipotecarias han presentado menor desaceleración, incluso menos que el recorte acumulado en la tasa de interés de referencia del Emisor. Al descontar la inflación sin alimentos de las tasas activas, todas las modalidades subieron en marzo, después de haber descendido en los dos primeros meses del año.

Los precios de los activos financieros (TES e índice de la Bolsa de Valores de Colombia [IGBC]) continuaron valorizándose a lo largo del primer trimestre de 2010³. Pese a lo anterior, en el caso de los TES la tasa de interés real de sus referencias más líquidas⁴ aumentaron, y a finales de marzo se encontraban por encima de los niveles mínimos alcanzados en 2006. Por su parte, a mediados de abril del presente año el IGBC se encontraba en su nivel histórico más alto, avance afín con las valorizaciones que han presentado los mercados de renta variable en otros países emergentes.

De esta forma, en el primer trimestre de 2010 la solidez del sistema financiero colombiano continuó estable, y el crédito se siguió recuperando. La tasa de interés activa nominal promedio⁵ volvió a descender, pero en marzo aumentó en términos reales, debido al descenso no esperado de la inflación. En efecto, como se mencionó en el capítulo I, otro hecho que caracterizó al primer trimestre de 2010 fue la menor inflación observada frente a las proyecciones que tenía el equipo técnico del Banco de la República y el promedio de analistas del mercado.

La sobrestimación en la inflación se explicó, en parte, por un comportamiento en los precios de los alimentos mejor al esperado. Adicionalmente, el IPC sin alimentos, junto con las demás medidas de inflaciones básicas que calcula tradicionalmente el Emisor, también se desaceleraron. En particular, los transables sin alimentos ni regulados, con un ritmo de aumento anual menor que el proyectado, fue el grupo que más aportó a la desaceleración del IPC sin alimentos en el primer trimestre. Todo lo anterior contribuyó para que tanto las expectativas del mercado como los pronósticos de inflación para el presente y siguiente años también descendieran.

La tasa de interés activa nominal promedio volvió a descender, pero en marzo aumentó en términos reales, debido al descenso no esperado de la inflación.

3 Este análisis fue realizado y presentado a la JDBR antes del 30 de abril. En esa fecha todavía no se había dado la fuerte caída de las bolsas y la depreciación de las monedas generada por los problemas fiscales de Grecia.

4 Construido a partir de las tasas cero cupón y deflactado con el IPC sin alimentos.

5 Promedio ponderado según metodología del Banco de la República.

En su decisión del 30 de abril, la JDBR tuvo en cuenta que los indicadores de actividad económica del primer trimestre mostraban una recuperación más rápida que la esperada.

En materia de crecimiento, los resultados del PIB real para el último trimestre de 2009 y los diferentes indicadores de actividad económica en lo corrido del presente año muestran una economía que se recupera a una velocidad más rápida que la esperada. Como se explicará en el siguiente capítulo, esto implicó aumentar el pronóstico de crecimiento para 2010 y llevarlo al punto medio del intervalo (entre 2% a 4%). Este escenario es más positivo que el presentado en el informe pasado, en donde se proyectaba que el aumento más factible del PIB se ubicaba en la parte inferior de dicho rango. Pese a la reactivación, la brecha del producto seguiría en terreno negativo y sólo se cerraría a mediados del siguiente año.

La menor inflación observada y el descenso en las expectativas y en sus pronósticos, junto con una brecha de producto que seguirá en terreno negativo, sugería una política monetaria más laxa, sin poner en riesgo la meta de inflación de 2010 y 2011, ni la estabilidad del sistema financiero. Por estos motivos, en su sesión del pasado 30 de abril la JDBR decidió reducir la tasa de interés de referencia en 50 pb, para situarla en 3,0%. Se espera que este nivel de la tasa de referencia continúe estimulando el crecimiento económico en un ambiente caracterizado por un sistema financiero saludable. También informó que, dados los mayores depósitos de la Tesorería General en el Banco de la República, suspendía las ventas de TES que se venían realizando para esterilizar las compras internacionales de reserva⁶.

1. Agregados monetarios

Acorde con su comportamiento estacional, durante el primer trimestre de 2010 la base monetaria se redujo después de la expansión de fin de año. Al cierre de marzo el dinero base presentó un saldo de \$36,2 b, monto inferior en \$3,3 b al observado en diciembre. Tal contracción fue equivalente al aumento de los depósitos del Gobierno Nacional en el Banco de la República, por \$3,4 b. Este proceso de acumulación de disponibilidades lo suele llevar a cabo la Tesorería General de la Nación en el primer trimestre para garantizar el cumplimiento de sus obligaciones de todo el año. El resto de operaciones de liquidez del Banco de la República se compensaron y no tuvieron impacto en la oferta de base. Por ejemplo, el efecto expansionista por \$764 mm, debido a las compras diarias de reservas por US\$20 m (anunciados el 3 de marzo), fue esterilizado con la redención y venta de TES en el mercado secundario de febrero y marzo, los cuales representaron una contracción de \$802 mm (Cuadro 5).

En términos de crecimiento anual, la tendencia creciente de la demanda de base, que ya se insinuaba en el anterior informe, se consolidó en lo corrido del presente año. Lo anterior fue explicado por el mayor crecimiento de los depósitos a la vista,

La menor inflación observada y el descenso en las expectativas y en sus pronósticos, junto con una brecha de producto que seguirá en terreno negativo, sugería una política monetaria más laxa, sin poner en riesgo la meta de inflación de 2010 y 2011, ni la estabilidad del sistema financiero.

⁶ A partir del 3 de marzo de 2010, y hasta finales del primer semestre, la JDBR reactivó la acumulación de reservas internacionales mediante compras diarias competitivas por US\$20 millones.

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

Concepto	2009 IV trim.	2010 I trim.
I. Gobierno	6.424,4	(3.363,5)
Traslado de utilidades ^{a/}	0,0	0,0
Depósitos en el Banco de la República	6.424,4	(3.363,5)
II. TES regulación	2.967,9	(804,7)
Compras definitivas	2.999,9	0,0
Ventas definitivas	0,0	(800,0)
Vencimiento	(32,1)	(4,7)
III. Operaciones de liquidez del Banco de la República	(3.067,9)	(157,5)
Expansión ^{b/}	(4.075,4)	525,5
Contracción	1.007,5	(683,0)
IV. Divisas^{c/}	0,0	764,1
Subasta de compra directa	0,0	764,1
V. Otros^{d/}	137,2	238,5
Variación total de la base	6.461,6	(3.323,1)
Saldo de la base monetaria	39.540,0	36.221,7

a/ El 27 de febrero de 2009 se giraron las utilidades al Gobierno en dólares que no tuvieron efecto monetario (US\$320,4 m, equivalentes a \$818,6 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 emisor, así como el efecto monetario de los depósitos por endeudamiento y portafolio externos.

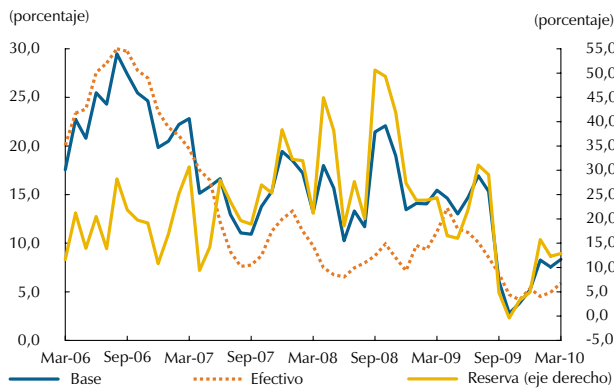
Fuente: Banco de la República

categoría sujeta a un mayor encaje⁷. En efecto, durante el primer trimestre, y en su orden, las cuentas corrientes y los depósitos de ahorro aceleraron su crecimiento de 11,5% a 16,2% y de 11,0% a 20,2%; entre tanto, los CDT más bonos descendieron de 5,6% a -5,7%. Así, entre diciembre y marzo la tasa de crecimiento de la base aumentó de 5,2% a 8,3%, impulsada por la demanda de reserva bancaria, que pasó de 4,9% a 12,9% (Gráfico 49).

El agregado monetario más amplio, compuesto por el efectivo y los PSE, registró un crecimiento anual relativamente estable a lo largo del primer trimestre, cercano a 7,2%. Este comportamiento fue liderado por los PSE (representan el 88% de M3), con un aumento anual promedio en el trimestre de 7,5% (Gráfico 50, panel A). En el mismo período el efectivo creció, en promedio, 5,2%. En términos rea-

7 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 11 de 2008).

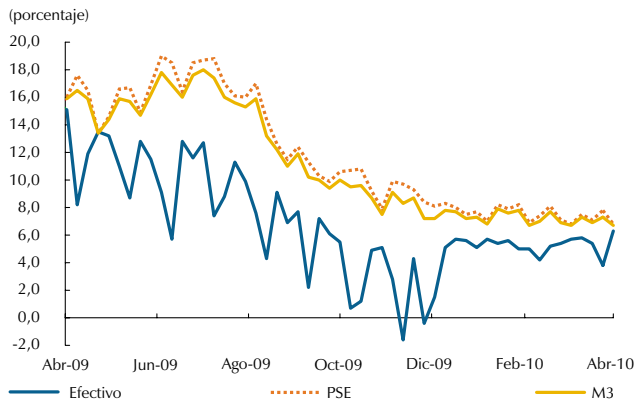
Gráfico 49
Base monetaria por usos
(variaciones anuales de promedios mensuales)



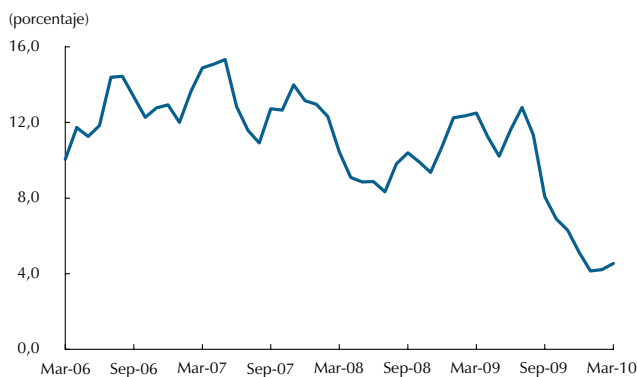
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 50

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



B. M3 real
(variación anual real con IPC sin alimentos)



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

les el M3 registró un aumento trimestral promedio de 4,3%, superior al crecimiento estimado de la economía para el presente año (Gráfico 50, panel B).

2. Crédito

La desaceleración de la cartera bruta (M/N), presentada a lo largo de 2009, se revirtió en el primer trimestre de 2010, y registró una modesta recuperación en su tasa de crecimiento, al pasar de 4,6% a 5,2%. Este evento fue liderado por el crédito a los hogares, en particular por el impulso de la cartera hipotecaria⁸ (iniciado en septiembre del año anterior), y por la reactivación de la cartera de consumo. En su orden, en lo corrido del año sus tasas de crecimiento anual pasaron de 15,5% a 18,0% y de 1,3% a 4,8% (Gráfico 51). En términos reales, dada la reducción de la inflación, la recuperación se hizo más visible, y el aumento anual en la cartera total fue de 188 pb, en la hipotecaria de 338 pb y en la de consumo de 304 pb.

La cartera bruta comercial (M/N), que representa cerca del 58% del total, en el trimestre creció a un promedio anual de 4,1%, tasa que se puede calificar como baja⁹. Sin embargo, en el mismo período las colocaciones de títulos emitidos por el sector real sumaron \$1,5 b, monto superior en 50% al del año anterior. Si se adiciona el efecto neto de tales emisiones a la cartera comercial, su agregado en el trimestre pasaría de crecer de 5,6% a 7,3%, y en términos reales de 2,6% a 4,7% (Gráfico 52).

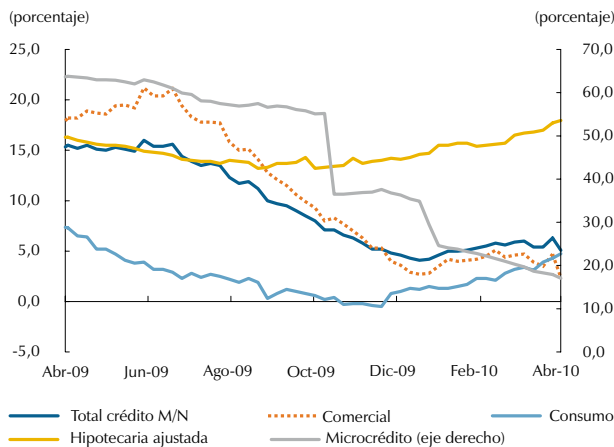
En materia de financiamiento en moneda extranjera del sector privado no financiero¹⁰, su nivel continuó mejorando. Entre enero y febrero el saldo creció US\$280 m,

8 Explicado, en parte, por el subsidio del Gobierno a la tasa de interés de los créditos hipotecarios.

9 En materia de desembolsos comerciales, el peor comportamiento se dio en las líneas de crédito ordinario y de construcción de vivienda, que registraron variaciones negativas de 0,84% y de 12,9%. Por el contrario, los desembolsos de los créditos de tipo preferencial y de tesorería aumentaron 30,9% y 31,2%, respectivamente.

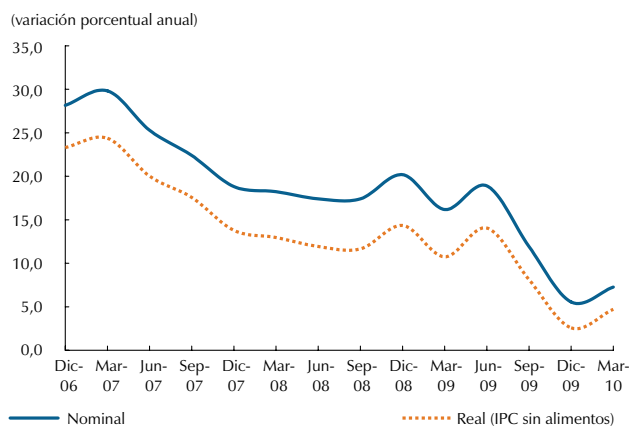
10 Incluye cartera en moneda extranjera del sistema financiero local y endeudamiento directo obtenido en el exterior.

Gráfico 51
Cartera bruta con leasing (M/N)
 (variaciones anuales de datos semanales)



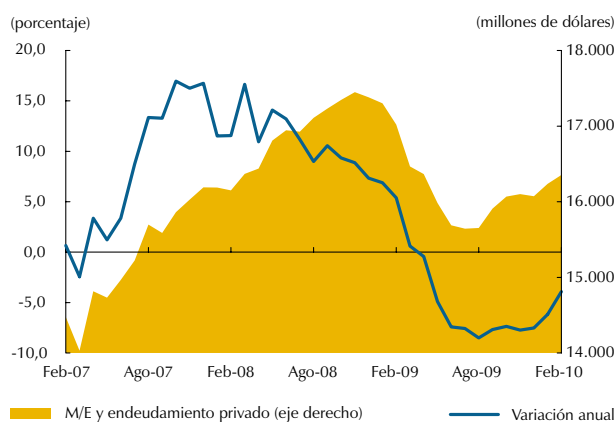
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 52
Cartera comercial M/N más deuda corporativa



Fuente: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia

Gráfico 53
Agregado cartera M/E y endeudamiento externo del sector privado no financiero
 (datos mensuales)



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

dinámica que probablemente continuará. De hecho, en marzo los créditos en moneda extranjera otorgados por la banca local aumentaron US\$144 m. A pesar de esta recuperación, la tasa de crecimiento anual se mantiene en terreno negativo, pero con trayectoria ascendente; en efecto, en febrero fue de -3,9%, la cual es mayor en 225 pb a la de diciembre (Gráfico 53).

En el Cuadro 6 se muestra un resumen de usos y fuentes de las entidades de crédito para el primer trimestre de 2010. Como se observa, el total de disponibilidades o fuentes de financiamiento ascendieron a \$2,6 b, debido al incremento de los PSE (\$2,6 b). Este monto fue destinado en un 88,8%¹¹ (\$2,4 b) a financiar la cartera. La acumulación de inversiones en 2010, que suma \$3,1 b, se fondeó, por una parte, con liberación de reserva bancaria (\$1 b), y por otra, con otros activos netos¹² (\$2 b).

Lo anterior sugiere que los intermediarios de crédito se encuentran en una posición favorable para atender incrementos de la demanda de crédito. En primer lugar, porque las inversiones son suficientes para garantizar la liquidez (colateral) que tradicionalmente les otorga el Banco de la República a la tasa de interés de los repos de expansión. Por otra parte, la calidad de la cartera total se ha mantenido estable, tanto por el índice de mora como por el de riesgo. Desde mediados de 2009 la cartera destinada a consumo, que había sido la de mayor deterioro, ha mejorado su desempeño. Adicionalmente, se alcanzó un nivel de cubrimiento total (provisiones) elevado, el cual supera el 50% (Gráfico 54, paneles A y B).

Las encuestas también sugieren un panorama de recuperación del crédito. Por el lado de la demanda, los resultados de la encuesta aplicada a la industria, comercio, transporte y otros sectores de la economía¹³, dan cuenta de una disponibilidad de crédito en niveles

11 En 2009 la relación había sido de 82,2%.

12 Corresponden a recursos propios por valorización neta del portafolio de títulos y a financiación neta con otras entidades financieras.

13 Realizada por el Banco de la República, la cual también incluye sindicatos y analistas del sector financiero.

Cuadro 6
Balance de las principales cuentas de las entidades de crédito
(miles de millones de pesos)

Concepto	9 de abril de 2010	Año corrido		Anual	
		ABS	Porcentaje	ABS	Porcentaje
Activo	174.750	2.616	1,5	8.566	5,2
1. Posición propia de contado ^{a/}	1.266	89	7,2	(1.647)	---
2. Reserva bancaria	12.759	(995)	(7,2)	1.267	11,0
3. Depósitos remunerados en el emisor	751	5	0,7	124	19,8
4. Cartera bruta con leasing (M/L)	150.025	2.379	1,6	7.043	4,9
Crédito tradicional	136.683	2.338	1,7	6.466	5,0
Leasing financiero	13.342	41	0,3	576	4,5
5. Inversiones	49.514	3.149	0,0	9.405	23,5
6. Otros activos netos	(39.566)	(2.011)	5,3	(7.627)	23,4
Pasivo	174.750	2.616	1,5	8.566	5,2
		0,0	---	0,0	---
1. Repos del emisor	378	(62)	(14,1)	(4.055)	(91,5)
2. PSE con fiduciarios	174.371	2.679	1,6	12.621	7,8
PSE sin fiduciarios	170.094	2.445	1,5	12.175	7,7
Fiduciarios	4.277	233	5,8	445	11,6
Ítem de memorando					
OMA de expansión ^{b/}	2.255	1.796	390,7	(2.215)	(49,5)
Depósitos remunerados en el emisor ^{b/}	881	51	6,2	224	---

a/ No incluye comisionistas de bolsa. Las variaciones absolutas corresponden a las variaciones en dólares multiplicadas por la tasa de cambio promedio del período.

b/ Incluye entidades fiduciarias, comisionistas de bolsa, compañías de seguros, fondos de pensiones y cesantías y otros auxiliares financieros que posean cuentas de depósito en el Banco de la República. Incluye los depósitos de la ventanilla de contracción.

Nota: los fiduciarios corresponden a servicios bancarios de recaudo.

Fuente: Banco de la República y Superintendencia Financiera de Colombia.

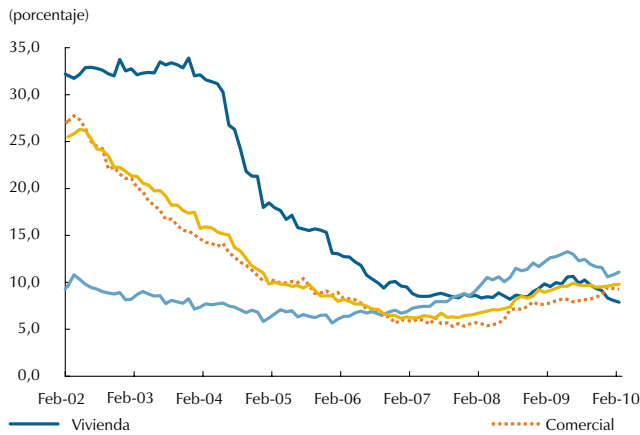
históricamente altos. Por el lado de la oferta, en la encuesta de crédito aplicada a los intermediarios se percibe un incremento en el acceso al crédito de las empresas, especialmente de las medianas (Gráfico 55, paneles A y B).

3. Tasas de interés

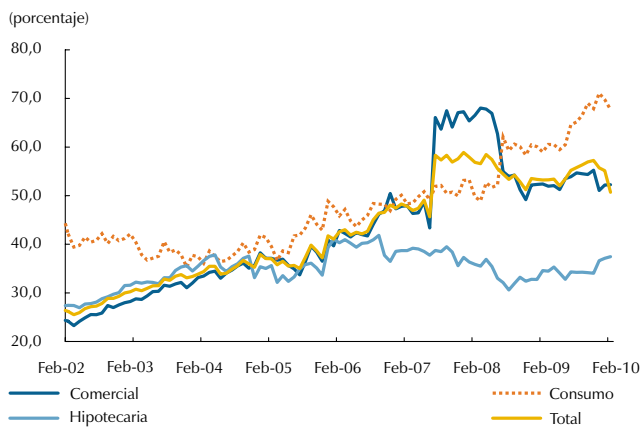
Entre el 23 de noviembre de 2009 y el 30 de abril de 2010 la tasa de interés de referencia del Banco de la República permaneció estable en 3,5%. Fue en la sesión de esta última fecha cuando la JDBR decidió reducirla a 3,0%, completando así, desde diciembre de 2008, un recorte de 700 pb. A pesar de que en el primer trimestre de 2010 la tasa de interés de referencia siguió igual, las tasas de mercado continuaron registrando descensos.

Gráfico 54

A. Cartera en riesgo/cartera bruta



B. Cubrimiento de riesgo (provisiones/cartera en riesgo)



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

Desde diciembre de 2009 la tasa interbancaria (TIB) a un día se mantuvo por debajo de la tasa de política, y solo hasta abril convergió hacia esta última tasa. La posición deudora neta del Banco con el sistema financiero y las subastas de depósitos remunerados no constitutivos de encaje deshabilitadas explican la mayor parte de este comportamiento. Por lo anterior, con el fin de acercar el nivel de la TIB a la tasa de política, desde enero de 2010 se abrieron nuevamente estas subastas, con lo cual su desviación se corrigió de manera importante (Gráfico 56).

Las tasas de interés de captación a plazos continuaron descendiendo y acumularon caídas similares a las registradas por la tasa de interés de política (Cuadro 7). En marzo de 2010 el indicador de captación a 90 días (DTF) se situó en 3,93% y la tasa de interés promedio para el total de CDT en 4,16%; niveles inferiores, en su orden, de 19 pb y 17 pb, comparados con los observados a finales de 2009. Por su parte, en marzo de 2010 la tasa de interés de los depósitos de ahorro llegó a 2,2%, cifra menor en 8 pb frente al registro de diciembre pasado (Gráfico 57). De esta forma, cabe esperar que la nueva reducción de 50 pb en la tasa de interés de referencia se siga transmitiendo a estas tasas.

En cuanto a las tasas de interés de crédito, las destinadas a los hogares, que en 2009 habían sido las de menor desaceleración, en lo corrido del presente año presentaron un mayor ritmo de descenso (Cuadro 7).

En marzo de 2010 las tasas de interés de consumo y

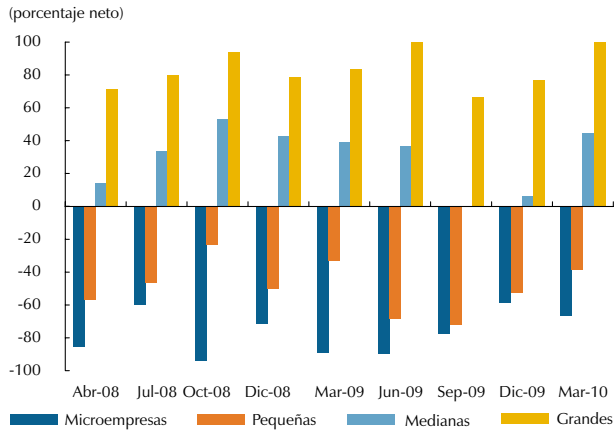
de tarjeta de crédito se situaron, en su orden, en 19,31% y 23,84%, cifras menores en 112 pb y 164 pb que los registros de diciembre pasado, e inferiores en 623 pb y 720 pb frente a los niveles de diciembre de 2008. La reducción en las tasas de usura contribuyó a este comportamiento. En el primer trimestre las tasas de interés para adquirir vivienda bajaron 36 pb, siendo la modalidad que ha experimentado la menor caída desde que se inició la reducción en las tasas de interés de política (-370 pb en el período).

En los créditos comerciales las tasas de interés de tesorería y preferenciales son las que presentaron las mayores reducciones en el trimestre: -45 pb y -43 pb, respectivamente. Dentro de las tasas activas, estas modalidades son las que han acumulado las mayores reducciones en sus tasas de interés, incluso superiores que el descenso en la tasa de interés de política¹⁴. Por su parte, en el primer trimestre de 2010 los préstamos ordinarios y los destinados a

14 Hay que aclarar que entre septiembre y diciembre de 2008 el incremento del riesgo internacional debido a la quiebra de Lehman Brothers, había generado un alza en las tasas de interés de estas modalidades. Ello también explica que su reducción acumulada sea superior a la tasa de referencia del Banco de la República.

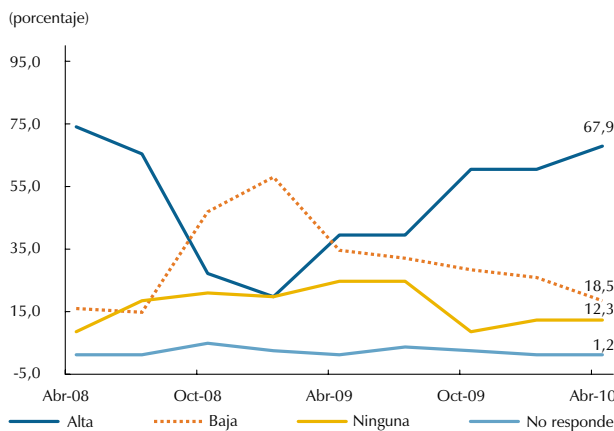
Gráfico 55

A. Percepción de acceso al crédito
(encuesta aplicada a entidades bancarias)



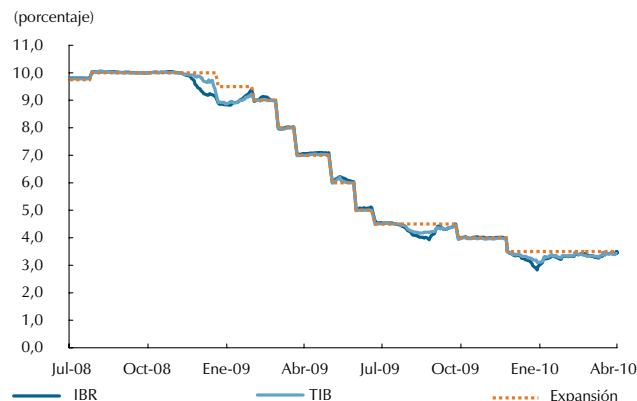
Fuente: Encuesta trimestral de la situación del crédito, Banco de la República.

B. Percepción actual de la disponibilidad de crédito



Fuente: Encuesta trimestral de expectativas económicas, Banco de la República.

Gráfico 56
Tasa de política^{a/}, IBR y TIB



a/ Indicador bancario de referencia.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

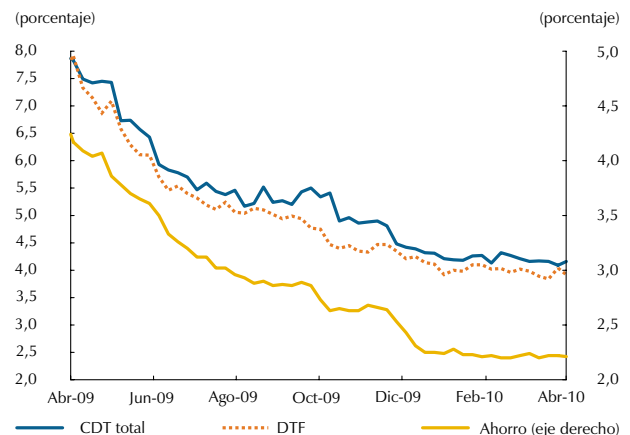
construcción de vivienda presentaron reducciones de 7 y 12 pb, y acumularon 724 y 607 pb durante el período de impulso monetario (Cuadro 7).

En términos reales las tasas de interés activas también han registrado descensos importantes, aunque exceptuando el crédito ordinario, las demás modalidades todavía superan los mínimos registros de la década (Gráfico 58, paneles A y B).

4. Precios de los activos

Los títulos de deuda pública emitidos por el Gobierno nacional (TES) en tasa fija presentaron, en promedio, desvalorizaciones durante diciembre de 2009 y febrero del presente año. Dichas desvalorizaciones fueron más marcadas para el tramo medio de la curva (duración de cinco años) y menos fuertes en el tramo corto (duración de un año). Este comportamiento estuvo liderado por fundamentales tanto en el contexto internacional, enunciados al inicio de esta sección, como local. En este último sobresale el impacto negativo del incremento en la proyección del déficit fiscal para 2010 y el temor de una mayor oferta de TES. Así mismo, no se puede descartar que el auge de emisiones corporativas motivara liquidaciones de posiciones de TES para participar en las subastas de los privados. Adicionalmente, ante el potencial efecto del fenómeno de El Niño en los precios

Gráfico 57
Tasas nominales pasivas de interés
(datos semanales)



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

Cuadro 7
Tasas de interés nominales

	19 de dic. de 2008 (porcentaje)	Dic. de 2009 (porcentaje) (promedio)	Mar. de 2010 (porcentaje) (promedio)	Variación (puntos básicos)	
				I trim. 2010	Acumulada desde 19 de dic. de 2008
Mercado interbancario					
Tasa de política	10,00	3,50	3,50	0,00	(650,0)
TIB	9,30	3,29	3,37	6,42	(592,7)
IBR a/	9,14	3,18	3,41	21,86	(572,7)
Mercado de depósitos					
CDT total	10,66	4,33	4,16	(16,76)	(649,7)
CDT corporativo	11,20	4,26	4,08	(17,82)	(712,1)
CDT oficinas	9,77	4,42	4,28	(14,22)	(549,1)
DTF	10,33	4,12	3,93	(18,70)	(639,9)
Depósitos de ahorro	4,97	2,30	2,22	(7,84)	(275,1)
Mercado de crédito					
Cartera comercial					
Crédito ordinario	17,75	10,59	10,51	(7,41)	(723,8)
Crédito preferencial	16,03	7,61	7,18	(42,75)	(884,8)
Crédito de tesorería	15,78	7,00	6,55	(45,17)	(922,5)
Crédito para constructores de vivienda	16,85	10,90	10,78	(12,00)	(606,6)
Cartera hogares					
Crédito hipotecario	17,32	13,98	13,62	(35,79)	(369,9)
Crédito de consumo	25,55	20,43	19,31	(112,06)	(623,2)
Crédito con tarjeta	31,04	25,48	23,84	(163,90)	(720,0)
Tasa de usura	31,53	25,92	24,21	(171,00)	(732,0)

a/ Indicador Bancario de Referencia overnight.
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

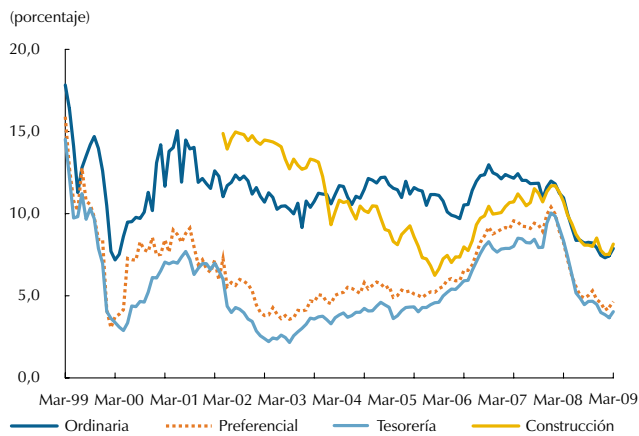
de alimentos y regulados, se pudo generar una mayor demanda por títulos de TES indexados a la UVR, frente a los TES tasa fija.

En marzo y lo corrido de abril los precios de los TES vienen recuperándose, movimiento afín con la nueva información sobre confianza del desempeño económico y los buenos resultados de inflación, que han disminuido también las expectativas sobre el nivel general de precios y han aumentado la demanda por bonos tasa fija de mayor duración (Gráfico 59, panel A). A pesar de dicha valorización reciente en los TES, las tasas de interés reales cero cupón a diez años se encuentran por encima de sus niveles mínimos alcanzados en el año 2006. Este comportamiento lo comparten los diferentes tramos de la curva cero cupón (Gráfico 59, panel B).

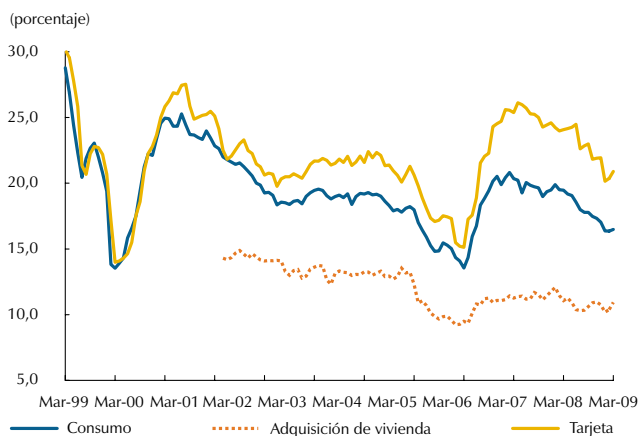
En cuanto al mercado de renta variable en Colombia, al inicio del presente año se presentaron ligeras desvalorizaciones por el incremento de la aversión al riesgo de los mercados, debido a los problemas de sostenibilidad de la deuda soberana de varios países de Europa occidental; aspecto que volvió a golpear los mercados du-

Gráfico 58

A. Tasas reales activas de interés comerciales (con IPC sin alimentos)



B. Tasas reales activas de interés hogares (con IPC sin alimentos)



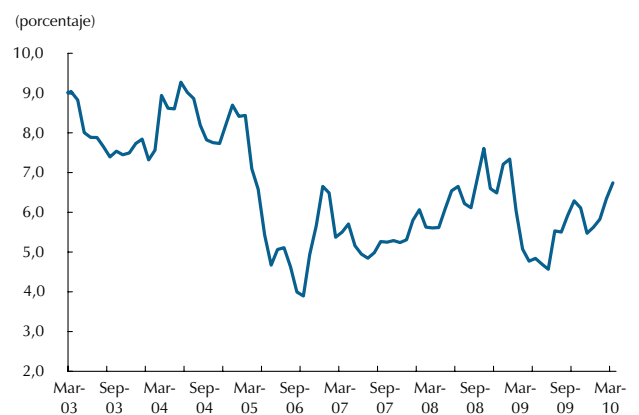
Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 59

A. Tasas de interés TES cero cupón



B. Tasa de interés real TES cero cupón diez años^{a/}



a/ Deflactado por IPC sin alimentos.
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; cálculos del Banco de la República.

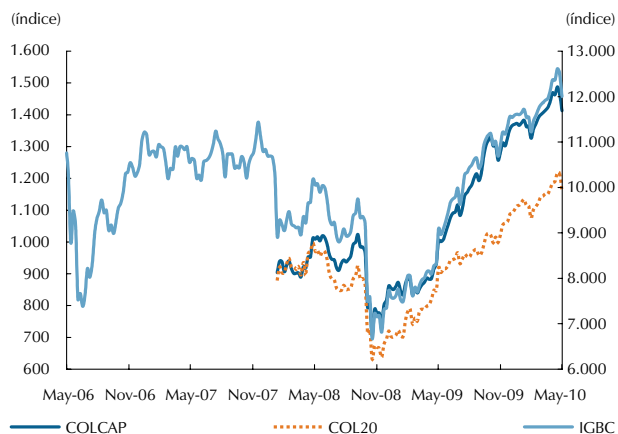
rante la elaboración de este informe. De esta manera, en lo corrido del año la correlación del IGBC con los indicadores de desempeño del mercado de renta variable de diferentes regiones del mundo ha sido elevada. No obstante, a pesar de la volatilidad que se ha observado en los mercados de renta variable internacionales, Colombia ha sido uno de los países con menor varianza en el mercado accionario de la región.

A partir de mediados de febrero del presente año el mercado accionario ha tenido una tendencia alcista marcada, reflejada tanto en el IGBC como en otros índices del mercado accionario local que reúnen las veinte acciones con mayor capitalización bursátil y mayor liquidez del mercado, Colcap y COL20, respectivamente (Gráfico 60, panel A). Este comportamiento ha estado soportado, en parte, por los buenos resultados de las empresas del sector real y financiero en el año anterior, así como por nuevos descubrimientos en el sector minero, especialmente en petróleo.

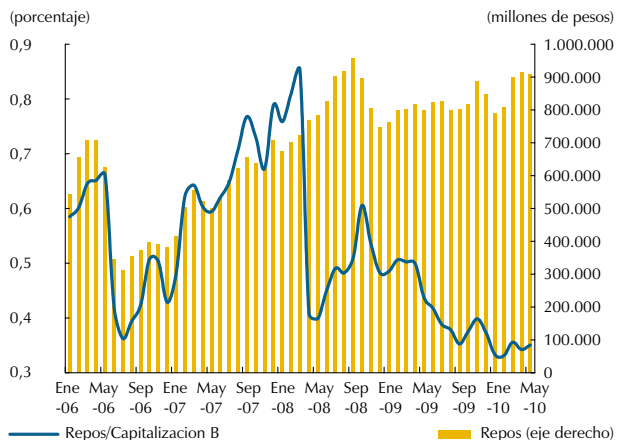
Adicionalmente, en los últimos meses los nuevos registros récord de valorización accionaria en Colombia han estado acompañados de un incremento en el saldo de

Gráfico 60

A. Bolsa de Valores de Colombia

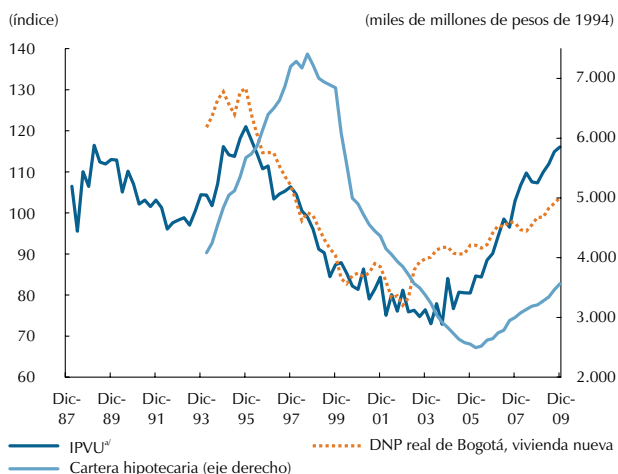


B. Apalancamiento en el IGBC (saldo de repos en acciones/capitalización bursátil)



Fuente: Bloomberg: capitalización bursatil; BVC: saldo de repos; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 61 Índices de precios reales de vivienda y cartera hipotecaria real



a/ Índice precio de la vivienda usada (IPVU) para tres ciudades, calculado por el Banco de la República.
Fuente: DNP, DANE y Banco de la República.

operaciones repo en acciones. Estos niveles son elevados frente a lo observado en los últimos años y cercanos a los máximos niveles de mediados de 2008. No obstante, se debe tener en cuenta que una vez se controla por el comportamiento de la capitalización bursátil en el mercado local, la participación de estas operaciones repo ha perdido significancia (Gráfico 60, panel B).

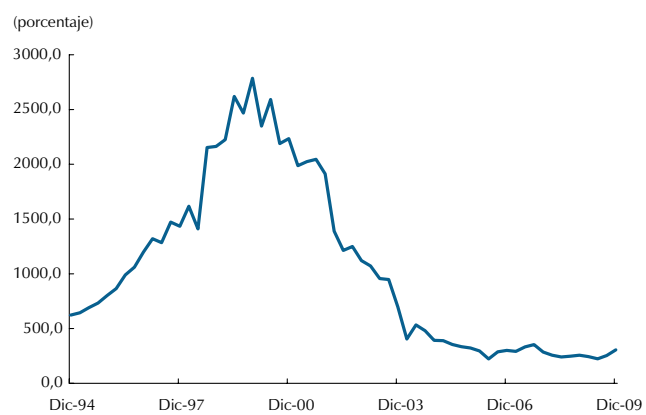
Finalmente, en cuanto a los precios de la vivienda, en términos reales sus índices se incrementaron durante 2009 en 4,8% para el caso de la vivienda nueva en Bogotá (índice calculado para por el DANE), y 8,2% para la vivienda usada, calculado para Bogotá, Medellín y Cali (índice estimado por el Banco República). El nivel de éste último ya se equipara con los máximos históricos alcanzados en 1995 y 1996, mientras que el índice calculado por el DANE aún se encuentra 25% por debajo de los mayores valores de dichos años (Gráfico 61).

Algunos indicadores que relacionan el precio de la vivienda tanto nueva como usada con los arriendos, sugieren que este precio relativo se encuentra en niveles elevados con respecto a su histórico¹⁵. No obstante, estas dinámicas se han presentado con un apalancamiento moderado y muy inferior al observado a mediados de la década de los noventa. Como se muestra en el Gráfico 62, paneles A y B), la cartera hipotecaria, ajustada como porcentaje del PIB de edificaciones, está en sus niveles más bajos. De igual forma, cuando se comparan los desembolsos de cartera hipotecaria frente al PIB de edificaciones, éstos se han incrementado en los últimos años, pero aún son muy inferiores que los niveles de mediados de los años noventa.

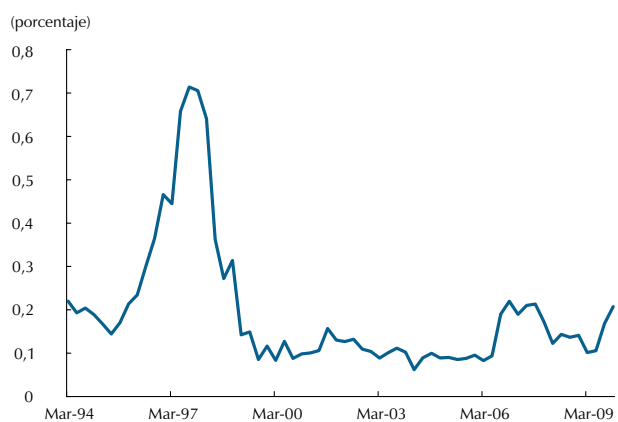
15 Véase el *Reporte de Estabilidad Financiera* de marzo de 2010, Recuadro 5, p.76, Banco de la República.

Gráfico 62

A. Cartera hipotecaria/PIB edificaciones



B. Desembolsos cartera hipotecaria/PIB edificaciones



Fuente: DANE; Superintendencia Financiera y Banco de la República.

III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

Las mejores perspectivas económicas para las economías emergentes y algunas desarrolladas contrastan con el aumento de la incertidumbre en los mercados de deuda soberana en Europa.

Se espera que la economía colombiana siga recuperándose en 2010 impulsada sobre todo por la demanda interna.

Con el crecimiento previsto —entre 2% y 4%— se estima que la brecha del producto se mantendrá en terreno negativo durante todo 2010, por lo que no se esperan presiones de demanda sobre los precios.

El Niño podría todavía afectar los precios de los alimentos y por esta razón la inflación terminaría el año cerca del punto medio del rango meta. Para 2011, sin embargo, la inflación terminará alrededor de 2%.

A. CONTEXTO INTERNACIONAL

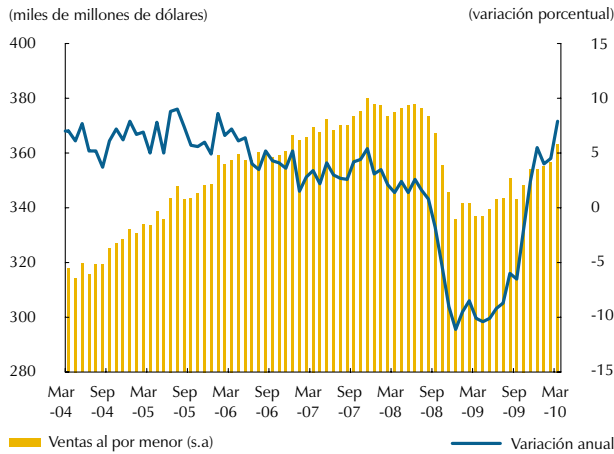
La economía mundial continuó recuperándose en los últimos tres meses, aunque a diferentes ritmos entre países. Las señales más alentadoras provinieron nuevamente de los países emergentes y en menor medida de los Estados Unidos. En Europa las economías desarrolladas enfrentaban una situación menos favorable. En general, las restricciones crediticias, los altos niveles de endeudamiento del sector privado y el deterioro del mercado laboral seguían siendo factores que obstaculizaban el crecimiento en las economías desarrolladas hacia el mediano y largo plazos.

Aunque los problemas de la deuda soberana en varios países europeos complicaron el panorama financiero en los últimos meses, se estima que esto no alcanzó a golpear las cifras de crecimiento del primer trimestre. Sin embargo, no se descarta que dicha situación termine teniendo efectos futuros sobre la economía. Este riesgo ya se había contemplado en informes anteriores, pero en la actualidad parece más probable.

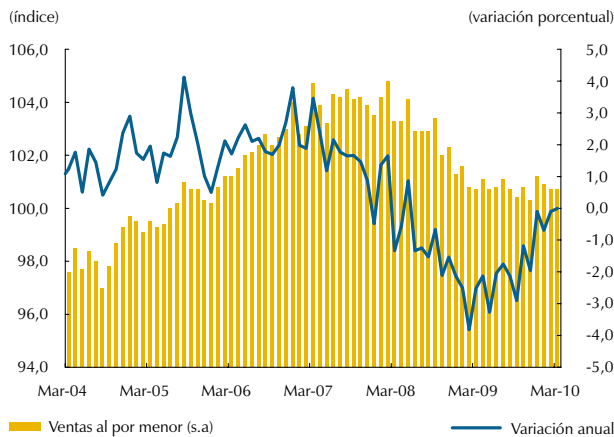
*En los últimos meses,
las señales más
alentadoras provienen
de las economías
emergentes.*

Gráfico 63
Ventas al por menor en las economías desarrolladas

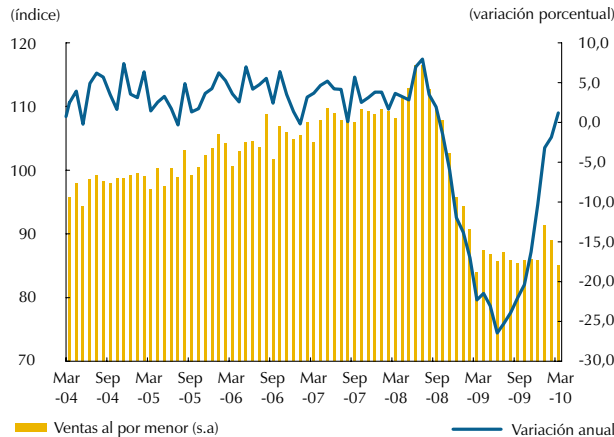
A. Estados Unidos



B. Zona del euro (volumen de 2005 = 100)



C. Japón (volumen de 2005 = 100)



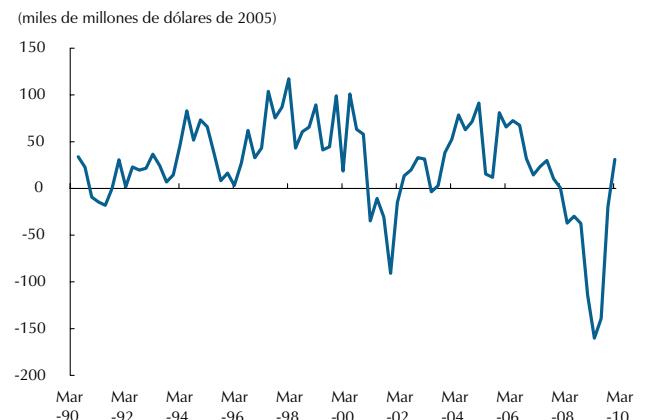
Fuente: Bloomberg.

En los últimos meses la información disponible para las economías desarrolladas siguió mostrando señales mixtas. Los indicadores de producción industrial y comercio exterior¹⁶ continuaron mejorando, aunque a un menor ritmo que el observado en el trimestre anterior. Por su parte, las ventas al por menor tuvieron diferentes desempeños entre países: mientras que en los Estados Unidos siguieron recuperándose, en Europa y Japón se estancaron¹⁷ (Gráfico 63).

En este entorno, en el primer trimestre de 2010 el PIB de los Estados Unidos creció 3,2% trimestre anualizado (t/a), similar a lo previsto por el mercado, y luego de haber mostrado aumentos de 2,2% (t/a) y 5,6% (t/a) en los dos periodos anteriores. Un mayor consumo de los hogares y la reposición de inventarios explican este resultado (Gráfico 64).

El desempeño de otras economías desarrolladas ha sido menos satisfactorio. En el Reino Unido, se presentó un

Gráfico 64
Cambio en inventarios en los Estados Unidos

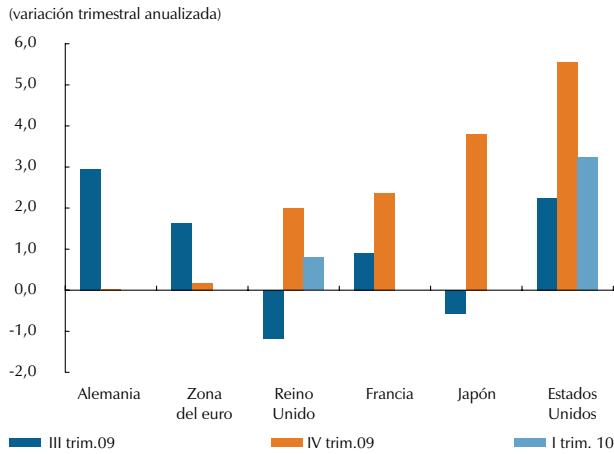


Fuente: Bloomberg.

16 La crisis económica mundial produjo una contracción del 12,2% en el volumen del comercio mundial: su mayor retroceso desde la Segunda Guerra Mundial. Según la OMC, se prevé que las exportaciones de las economías desarrolladas aumenten un 7,5% en volumen en el curso del año y que las del resto del mundo lo hagan cerca al 11%. Así, si el comercio sigue creciendo al ritmo actual, hará falta un año más para que los volúmenes superen el máximo alcanzado en 2008.

17 Las ventas al por menor en los Estados Unidos están creciendo, luego de la finalización de varios programas estatales de estímulo económico, como por ejemplo el programa *car allowance rebate system (CARS)* cuyo vencimiento fue al finalizar el tercer trimestre de 2009.

Gráfico 65
 PIB de las economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

crecimiento con cifras preliminares de 0,8% (t/a) en el primer trimestre de 2010, luego de una expansión de 2,0% (t/a) del período anterior. Para Japón y la zona del euro todavía no se conocen datos del PIB de los primeros meses del año, pero los indicadores disponibles sugieren una lenta expansión de la actividad económica (Gráfico 65).

Para los próximos trimestres se sigue previendo un incremento del PIB relativamente bajo en muchas economías, debido a los numerosos riesgos que aún enfrenta el mundo desarrollado. En particular, sobresale la incertidumbre creciente acerca de la estabilidad macroeconómica de varios países que hoy enfrentan profundos desbalances fiscales, y que, debido a ello y a la contrac-

ción económica, tuvieron que acumular grandes niveles de deuda pública en los últimos dos años. Estos problemas son especialmente acuciantes en Europa, en donde, de hacerse realidad, podrían afectar el crecimiento global y, sobre todo el de otras economías desarrolladas. Por otro lado, ante la necesidad de muchos de estos gobiernos de retirar las ayudas fiscales, surge la inquietud sobre la rapidez con que dichas economías podrían retomar una senda de crecimiento sostenido.

La lentitud en la recuperación del mercado laboral es otro obstáculo que enfrentan la actividad económica en los países desarrollados. En el caso de los Estados Unidos, aunque en el mes de marzo y abril se crearon en promedio 250.000 empleos, la tasa de desempleo aumentó en ese último mes, de 9,7% a 9,9%. Adicionalmente, las peticiones de desempleo crecieron y continuaron en niveles elevados. Algo similar se sigue observando en otros países.

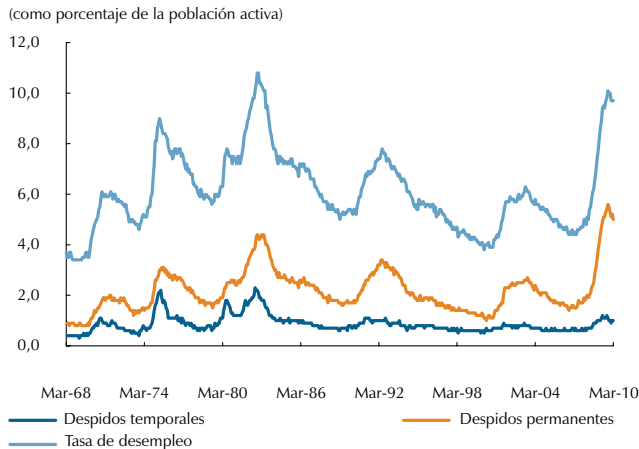
Si la recuperación de la producción sigue dándose sin una creación significativa de empleo, los altos niveles de desempleo que se observan hoy en día tenderán a convertirse en crónicos. Esto terminaría golpeando de manera permanente la confianza de hogares y empresas y reduciendo el crecimiento potencial de las economías desarrolladas. El aumento registrado en la tasa de despidos permanentes y en la duración del desempleo, los cuales han alcanzado sus máximos niveles desde que se cuenta con información, apuntan en esta dirección (gráficos 66 y 67).

En cuanto a las economías emergentes, su recuperación económica ha sido liderada por los países de Asia, en particular India y China. En esta última nación se destaca la aceleración del crecimiento del PIB a 11,9% durante el primer trimestre de 2010, lo que se da luego de haber registrado una expansión de 8,7% en 2009 (Gráfico 68).

El crecimiento de las economías desarrolladas en 2010 sigue enfrentando numerosos riesgos.

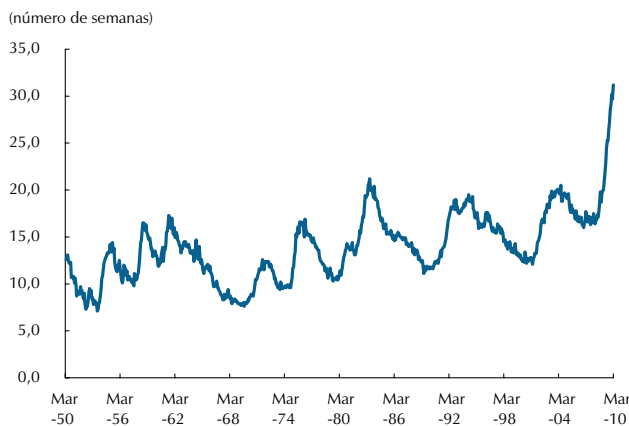
Con respecto a los socios comerciales de Colombia en la región, Venezuela presentó un retroceso importante en su actividad económica al finalizar el año. Esto, junto con las restricciones comerciales, continuó debilitado marcadamente las ventas de Colombia hacia el país vecino. Cabe señalar que las compras efectuadas

Gráfico 66
Tasas de desempleo y despidos en los Estados Unidos



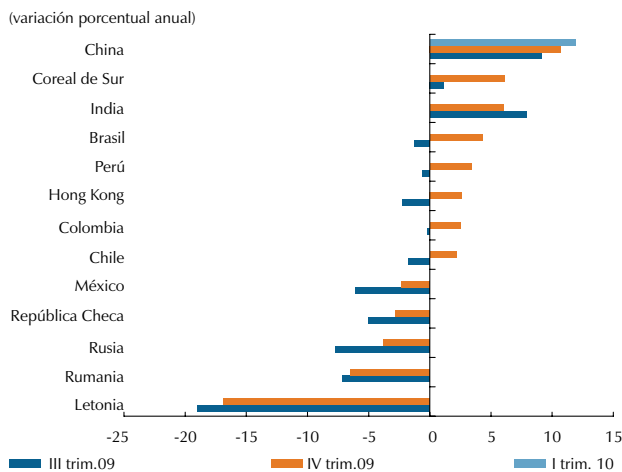
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 67
Duración del desempleo en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 68
PIB de algunas economías emergentes



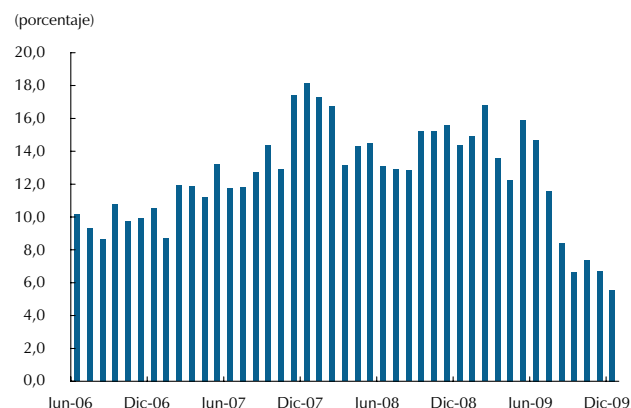
Fuente: Bloomberg.

por Venezuela a Colombia han reducido su participación frente al total de importaciones de ese país de una manera importante desde mediados de 2009 (Gráfico 69). Para el resto de los países latinoamericanos se observó alguna recuperación, siendo Brasil el que ha mostrado los repuntes más importantes.

Dado lo anterior, para este informe se modificaron al alza los pronósticos de crecimiento de algunos de nuestros socios comerciales para 2010, excepto para Venezuela, para la cual se prevé una reducción. 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 2,3% y 3,7% para 2010, con un escenario más probable 3,0% (en el informe anterior el rango estaba entre 1,5% y 3,0%) (Cuadro 8). El pronóstico para los Estados Unidos contempla una recuperación basada en el efecto positivo del ciclo de inventarios, el cual tenderá a menguar en la segunda mitad del año. Así mismo, supone un gasto privado (consumo más inversión residencial y en capital fijo), limitado por el deterioro del mercado laboral y por las restricciones crediticias.

Para la zona del euro el crecimiento esperado se ubicaría entre 0,3% y 1,2% en 2010, con un dato central de 0,8%. Esta cifra es similar a la contemplada en el informe anterior (Cuadro 8). Para Venezuela y Ecuador, socios de la región, el crecimiento en 2010 estaría en -1,0% y 1,5%, respectivamente.

Gráfico 69
Participación de Colombia en las importaciones de Venezuela



Fuente: Instituto Nacional de Estadística de Venezuela.

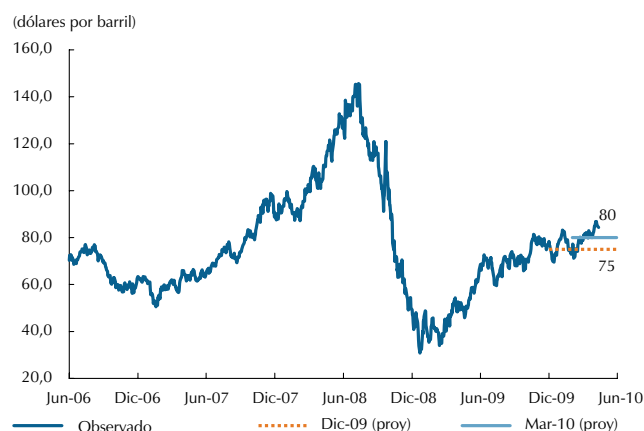
Cuadro 8
Evolución de los pronósticos de crecimiento real de nuestros socios comerciales

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

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

La reactivación de la demanda mundial, especialmente en los países asiáticos, y en alguna medida en los Estados Unidos, han hecho que los precios de los *commodities* se comporten mejor que lo esperado en el informe trimestral anterior (Gráfico 70). En general, estos precios se mantenían altos a finales del primer trimestre y se espera que se sostengan en estos niveles el resto de 2010, gracias a las mejores perspectivas económicas de los emergentes y de los Estados Unidos.

Gráfico 70
Precio internacional del petróleo - WTI^{a/}



a/ WTI: West Texas Intermediate
Fuente: Bloomberg, Banco de la República.

En este informe los pronósticos de los precios internacionales se incrementaron levemente frente al reporte anterior. Así, en el escenario central se espera un precio promedio para el petróleo West Texas Intermediate (WTI) de US\$80 por barril en 2010, con un rango entre US\$75 y US\$85 (en el informe anterior se esperaba US\$75 para el escenario central). Estos valores están ligeramente por encima de los observados para el promedio de 2009. Un comportamiento similar se prevé en los precios de otros productos exportados por Colombia, como se aprecia en el Cuadro 9.

Debido a la lenta recuperación que se espera para las economías desarrolladas, junto con el aumento en la percepción de riesgo y volatilidad de los mercados financieros en los últimos meses, es probable que los

Cuadro 9
Precios internacionales

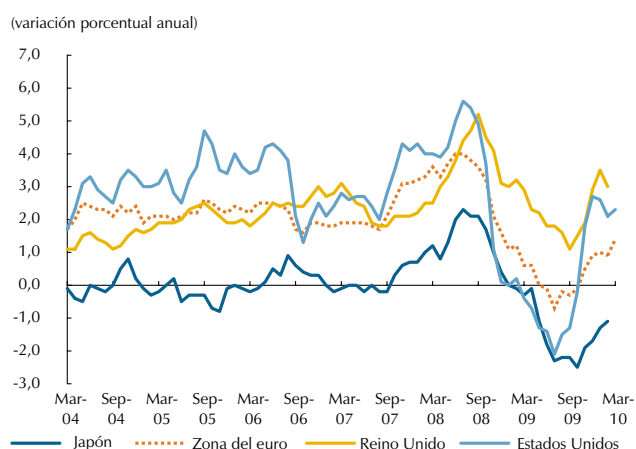
Producto	2007	2008	2009	Proyección para 2010	
				Escenario A ^{a/}	Escenario B ^{b/}
Café (ex dock) (dólares por libra)	1,3	1,4	1,7	1,9	2,1
Petróleo (dólares por barril)	72,3	99,9	62,0	75,0	85,0
Petróleo colombiano (dólares por barril)	66,2	90,2	56,2	66,1	76,1
Carbón (dólares por tonelada)	50,8	83,4	80,2	75,0	90,0
Ferróniquel (dólares por libra)	5,5	3,4	1,9	2,5	2,9
Oro (dólares por onza troy)	696,9	873,0	929,0	1.045,0	1.240,0

a/ Balanza de pagos estimada en abril de 2010.

b/ Los escenarios A y B corresponden al escenario conservador y optimista, respectivamente.

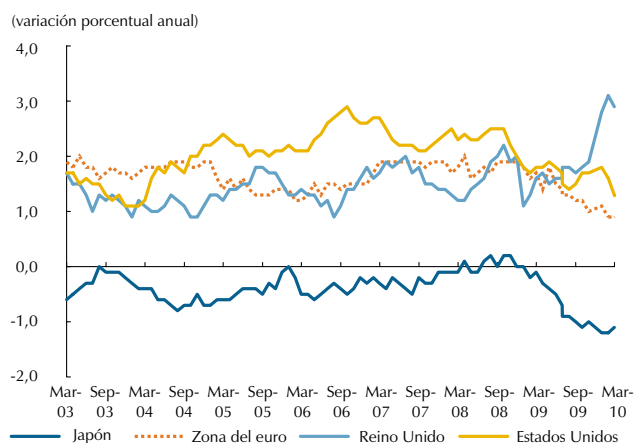
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 71
Inflación total de las economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 72
Inflación básica de las economías desarrolladas



Fuente: Bloomberg.

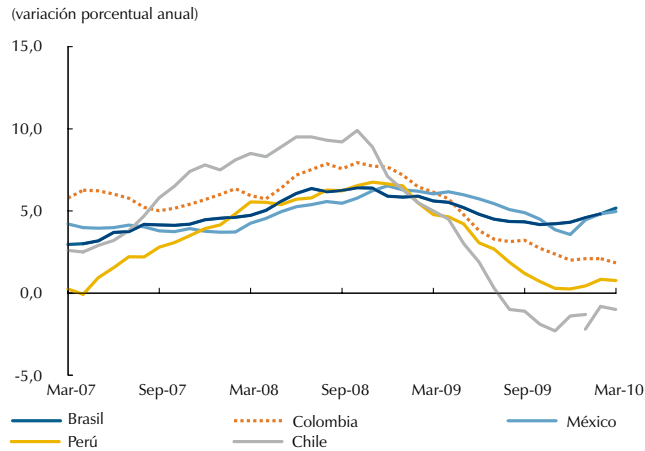
bancos centrales de las principales economías del mundo desarrollado mantengan una política monetaria ampliamente expansiva. En materia de inflación anual al consumidor, si bien en los países industrializados se observaron incrementos en el último semestre, esta tendencia no perduraría, tal como lo sugieren las disminuciones importantes que simultáneamente se presentaron en la inflación básica¹⁸ (gráficos 71 y 72). Por tanto, se estima que durante buena parte de 2010 los bancos centrales de estos países mantengan sus tasas de interés en niveles cercanos a cero.

En América Latina la inflación ha permanecido estable, y en niveles bajos en la mayoría de países¹⁹, por lo que tampoco se espera un cambio brusco en la postura de política monetaria (Gráfico 73). La excepción notable es Brasil, en donde su banco central subió sus tasas de referencia recientemente ante posibles presiones inflacionarias. En Asia también se ha observado una tendencia alcista en la inflación, especialmente en China, lo que ha forzado a las autoridades monetarias a restringir la liquidez mediante aumentos en los requerimientos de encaje. Se estima que estas tendencias alcistas tendrán poca probabilidad de afectar los precios en Colombia y en otros países de la región, por lo menos en lo que resta de 2010.

18 El consenso del mercado prevé una inflación para los Estados Unidos de 2,1% en 2010 y de 2% en 2011.

19 Venezuela es la gran excepción en materia de inflación, el incremento anual de precios cerró el año pasado en 26,9% y los pronósticos de los analistas consideran que en 2010 va a ubicarse alrededor de 34%.

Gráfico 73
Inflación total en algunos países de Latinoamérica



Nota: A partir de enero de 2010 hubo un cambio en la metodología en Chile.
Fuente: Bloomberg.

B. BALANZA DE PAGOS

Las proyecciones de la balanza de pagos presentadas en los últimos dos informes de inflación estuvieron afines con el déficit en cuenta corriente de 2,2% del PIB (US\$5.146 m) registrado en el año 2009. Dicho resultado se dio por una mayor caída de los egresos corrientes con respecto a la de los ingresos. Así, la disminución de las importaciones de bienes (-16,2%) y de los egresos por renta factorial (-10%) superó la reducción de las exportaciones de bienes (-12,2%) y de los ingresos por transferencias (-11,2%). Como se esperaba, el comportamiento de los ingresos por exportaciones y transferencias se debió, principalmente, a la fuerte contracción de las ventas externas a Venezuela (-33,5% anual) y a las menores remesas de trabajadores (-14,4%). En cuanto a la cuenta de capital, ésta

registró entradas netas inferiores a las de 2008 (a pesar de los ingresos de capital del sector público por US\$7.275 m), dada la menor inversión extranjera directa (IED) en Colombia y las mayores inversiones de colombianos en el exterior.

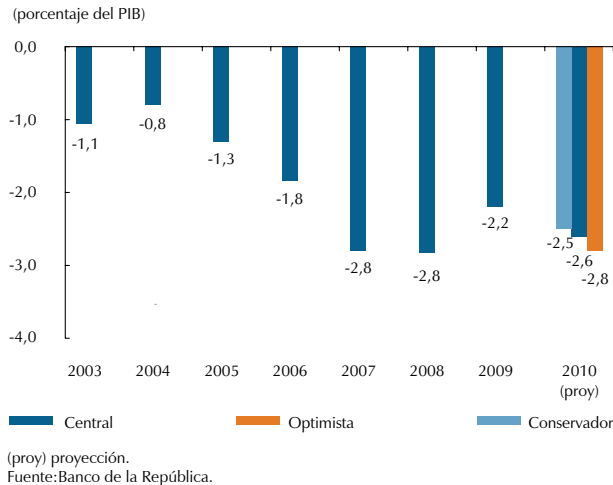
Para el año 2010 se consideran diferentes escenarios de la balanza de pagos, dependiendo de la magnitud de la recuperación tanto de la economía colombiana como de nuestros principales socios comerciales. Las proyecciones tienen en cuenta un crecimiento de la actividad económica en Colombia entre 2% y 4% (como se presenta en la sección siguiente), una leve recuperación de nuestros principales socios comerciales (entre 0,8% y 2,0%), así como mejores precios internacionales de los principales productos exportados, con respecto a los observados en 2009 (cuadros 8 y 9).

De esta forma, se espera un aumento de las importaciones de alrededor de 16% que depende de la recuperación de la demanda interna; y un incremento similar de las exportaciones, el cual depende tanto de las ventas hacia otros destinos diferentes a Venezuela como del aumento esperado de los precios de los productos básicos. En particular, se estima que las ventas a Venezuela sigan cayendo dado el crecimiento económico negativo proyectado para ese país, la devaluación reciente del bolívar y las restricciones al comercio que se impusieron a mediados del año pasado. Así mismo, los mayores precios de los *commodities* afectarán la renta de los factores, por la mayor remisión de utilidades que realizarían las empresas extranjeras que exportan petróleo, carbón y ferroníquel. Por otro lado, se considera una reducción de las remesas de trabajadores que podría ubicarse entre -10% y -14% en todo el año, comportamiento que es consistente con lo observado en lo corrido a marzo, cuando éstas habían caído 18%.

Las remesas de trabajadores se reducirán entre 10% y 14% en 2010.

Por el lado de la cuenta de capitales, el desempeño de la economía colombiana en 2010 permite suponer que los ingresos por inversión extranjera directa neta estarán alrededor de los US\$6.000 m, siendo la principal fuente de financiamiento

Gráfico 74
Cuenta corriente



externo, junto con los flujos de capital del sector público. Los anteriores supuestos implican una ampliación en el desbalance externo para 2010 entre 2,5% y 2,8% del PIB (Gráfico 74).

C. CRECIMIENTO INTERNO PARA 2010

Luego del débil comportamiento en 2009, la economía colombiana deberá presentar una recuperación importante en 2010 que sin embargo no será suficiente para hacerla regresar a su senda de crecimiento potencial. En este año, el país contará con mejores perspectivas gracias a una economía mundial que proveerá de una mayor demanda para los productos nacionales y que también garantizará unos mejores términos de intercambio.

A pesar de lo anterior, el panorama no se muestra aún completamente despejado. La incertidumbre sobre el despegue de las economías europeas, sobre todo de aquellas que en mayor medida recurrieron a impulsos fiscales para salvar la crisis, aún es importante. Adicional a esto, no se puede pasar por alto que aunque en general la demanda por las exportaciones colombianas aumentará en 2010, las restricciones al comercio binacional impuestas por Venezuela continuarán siendo un lastre que frena el crecimiento interno, por lo menos en la primera mitad del año.

Como es usual, para la proyección del crecimiento en 2010 se utilizaron tres escenarios que tienen en cuenta los supuestos de la balanza de pagos así como diferentes expectativas sobre el gasto público, la inversión en obras civiles y la evolución de las restricciones comerciales venezolanas. Para las variables fiscales, éstos contemplan:

- para el techo: el gasto público crecería alrededor de 3%, un ritmo un poco mayor que en 2009; mientras que la inversión en obras civiles lo haría a tasas cercanas al 4,0%.
- para el piso: el crecimiento del gasto público sería menor (alrededor de 2,0%) y la inversión en obras civiles mostraría una leve caída en términos anuales.

Adicionalmente, en los escenarios propuestos se asume que el sistema financiero continuará sólido y solvente durante todo 2010²⁰. La estabilidad de este sector en 2009 atenuó considerablemente el efecto de la crisis internacional en Colombia y permitió que el canal de transmisión de la política monetaria permaneciera activo. Para 2010 el sistema financiero contribuirá con la disponibilidad de crédito y hará posible que los efectos rezagados de la política monetaria holgada continúen

20 Véase el *Reporte de Estabilidad Financiera* de marzo de 2010; Banco de la República.

El consumo privado y el gasto del Gobierno impulsarán el crecimiento en 2010.

trasmitiéndose a los agentes en forma de menor carga financiera para los hogares y de un financiamiento más barato para los empresarios.

Así las cosas, los principales resultados del pronóstico para 2010 muestran que el PIB estará impulsado esencialmente por el consumo privado y, en menor medida, por el gasto del Gobierno. Con relación al comportamiento del consumo privado, se espera una paulatina recuperación a lo largo del año, que permitiría un crecimiento significativamente superior al de 2009, aunque aún algo inferior al de su promedio histórico (que es cercano a 4,0%). Por tipo de bienes, el componente que presentará mayores dinamismo en el año sería el de bienes durables. La política monetaria expansiva adelantada por la JDBR desde hace más de un año deberá cumplir un papel importante en la reactivación del gasto de los hogares.

Ahora bien, la incertidumbre que rodea los pronósticos para el consumo privado aún es alta por varios motivos, dentro de los que sobresale el estancamiento del empleo asalariado a la fecha y el aumento en el grado de informalización del mercado laboral. Esta situación no contribuye a mejorar la confianza de los consumidores ni a garantizar una mayor estabilidad de su ingreso, lo cual los puede llevar a posponer sus decisiones de endeudamiento y gasto. De igual manera, la caída en las remesas del exterior prevista para este año, como se señala en la sección anterior, representa un golpe importante al ingreso familiar disponible, lo que reduce las posibilidades de una expansión fuerte del consumo.

Con respecto a la inversión total, para 2010 se prevé que será estimulada por una fuerte acumulación de existencias y por un aumento del gasto efectuado por los sectores petrolero y minero, relacionado con una mayor IED (véase sección precedente). Las obras civiles, como se mencionó, mostrarán un crecimiento bajo que, sin embargo, se explica por un registro históricamente alto del año pasado. En el caso de la inversión en industria y otros sectores productivos, la recuperación será más lenta y se presentará, sobre todo en la segunda mitad del año. Cabe señalar que en la industria la utilización de capacidad instalada es aún baja y puede mantenerse así por algún tiempo, dada la fuerte reducción de las ventas a Venezuela (véase capítulo I).

Para las exportaciones reales en pesos, en el año completo se espera un crecimiento positivo, pero bajo, que está afín con la recuperación de la demanda mundial, con un aumento importante de las ventas hacia Ecuador por el fin de las salvaguardias comerciales y con una caída fuerte de las ventas hacia Venezuela.

La utilización de capacidad instalada en la industria se mantendrá en niveles bajos, en parte por la reducción de las ventas a Venezuela.

Las importaciones, a su vez, continuarán creciendo en cantidad, como lo vienen haciendo desde el segundo trimestre de 2009, y alcanzarán, al finalizar el año, cifras semejantes a las observadas al comienzo de la crisis internacional.

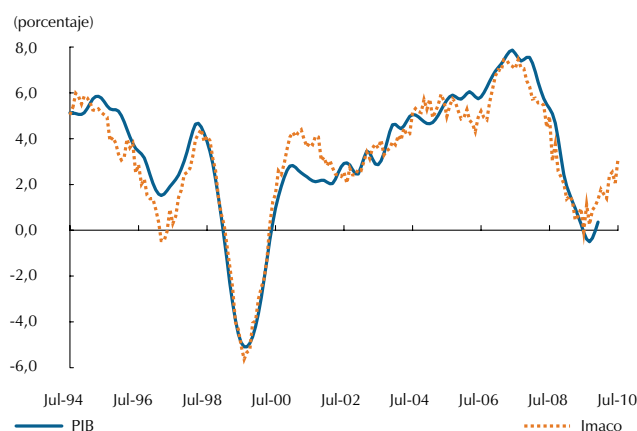
Por el lado de la oferta, el impulso del PIB provendrá principalmente del sector de minería, y en particular de un importante aumento de la producción petrolera. Sin embargo, la participación del PIB minero en el total aún no alcanzaría su máximo

histórico, conseguido hacia el año 2000, cuando se descubrieron los yacimientos de petróleo más importantes en la historia del país.

El comercio y la industria mostrarán tasas de crecimiento cercanas a 4%. Para la industria esto significaría niveles todavía inferiores a los observados antes de la crisis de 2008-2009. Una dinámica pobre se espera para el sector de la construcción de vivienda, según lo anticipa el estancamiento de las licencias de construcción.

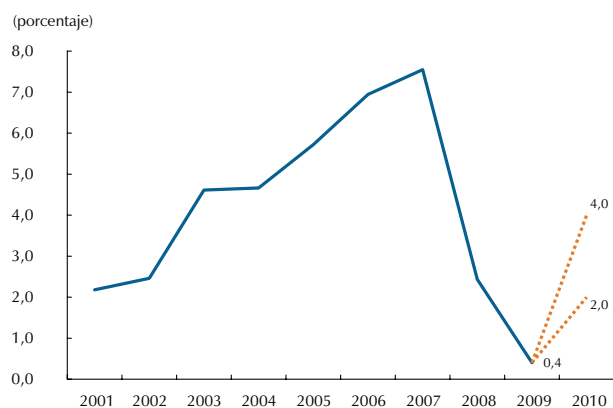
El indicador líder Imaco, que incorpora diversas variables sectoriales, muestra que la recuperación de la actividad económica se mantendría durante todo el primer semestre de 2010 (Gráfico 75). Según este indicador, si la tendencia se extiende al segundo semestre, el incremento del PIB de todo el año podría estar por encima del 3%. Sin embargo, conviene advertir que la metodología del Imaco (descrita en el *Informe sobre Inflación* de junio de 2009) puede no estar reflejando plenamente el efecto de la caída del comercio con Venezuela, pues no incluye, de manera directa, elementos asociados con el comercio externo.

Gráfico 75
Imaco: líder cinco meses del PIB



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 76
Rango de pronóstico del PIB de 2010



Fuente: Banco de la República.

Con base en lo anterior, en este informe se mantuvo el rango de pronóstico para el PIB de 2010 que había sido presentado en el informe anterior: entre 2,0% y 4,0% (Gráfico 76). En esta ocasión se considera que los riesgos están balanceados y que lo más probable es una expansión entorno del punto medio de dicho intervalo. En el informe anterior el sesgo era a la baja y la mayor probabilidad se concentraba en la mitad inferior. El aumento obedece a los mejores resultados del PIB de finales de 2009 frente a lo esperado, favorable comportamiento de los indicadores de actividad en el primer trimestre de este año.

En el presente informe no se redujo la amplitud del rango, dado que la incertidumbre asociada con el pronóstico se mantuvo como hace tres meses. Esto, debido a dos factores: i) porque la nueva información disponible no ha disminuido la dispersión entre los pronósticos de los diferentes modelos, y ii) porque para 2010 el DANE introducirá una nueva base de cálculo para *cuentas nacionales* con algunas innovaciones metodológicas: los efectos de estos cambios sobre la estimación del PIB son inciertos hasta tanto no se conozcan las cifras del primer trimestre.

En este informe se redujo el pronóstico de inflación para 2010 y 2011.

D. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

1. Pronóstico

Las estimaciones efectuadas para este informe teniendo en cuenta los determinantes de precios discutidos en las secciones precedentes y la inflación observada en marzo condujeron a una reducción en las proyecciones de inflación para buena parte de 2010 frente a lo que se había presentado en el anterior Informe sobre Inflación. Hacia el largo plazo, el ejercicio de pronóstico de nuevo muestra que el cumplimiento de la meta entre 2% y 4% es altamente probable, aunque en esta oportunidad la senda central de la proyección transcurre alrededor del piso de este intervalo, especialmente a finales de 2011.

Son varios los factores que explican los nuevos resultados, algunos de los cuales sufrieron cambios respecto al trimestre anterior como se enuncia a continuación.

- *Se revisó a la baja el impacto del fenómeno de El Niño*

En este informe, la senda central de inflación contempla nuevamente un choque transitorio sobre los precios de los alimentos y los regulados para recoger los efectos del fenómeno de El Niño. Sin embargo, la magnitud del impacto estimado es menor en este informe dada la sobrestimación que ocurrió en el primer trimestre. Esta decisión tiene en cuenta que en episodios anteriores de El Niño el golpe sobre la inflación anual se sintió con más fuerza durante el segundo y tercer trimestres del año, incluso después de la normalización del régimen de lluvias.

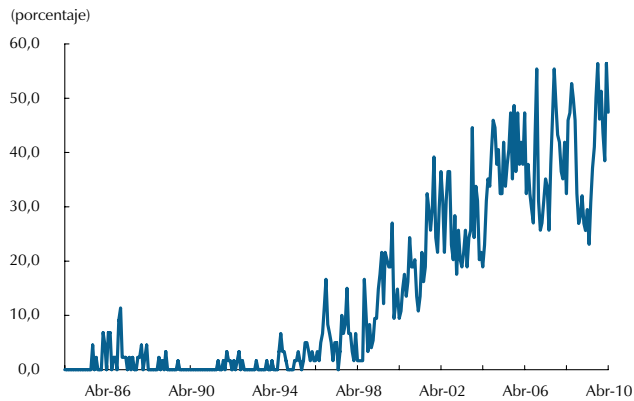
- *La apreciación acumulada del tipo de cambio ha sido más fuerte que la prevista y ejercerá mayores presiones a la baja sobre la inflación*

Los pronósticos de inflación anteriores también sobrestimaron de forma importante la variación anual del IPC de transables sin alimentos ni regulados. Esto sucedió porque la apreciación del peso fue mayor que la proyectada hace tres meses, pero también porque se subestimó el efecto de una demanda interna débil. La combinación de ambos fenómenos frenó las alzas de precios, e incluso incentivó rebajas, que llevaron a una rápida caída de los transables. De hecho, en los últimos trimestres se ha visto un aumento en la flexibilidad a la baja de los precios de los transables y de otras subcanastas que habría ayudado a reducir la inflación rápidamente en 2009 y a mantenerla cerca de 2% a comienzos de 2010 (gráficos 77 y 78).

Dado lo anterior, los nuevos pronósticos indican que en lo que resta de 2010 se seguirá observando una transmisión de la apreciación acumulada a los precios de transables más rápida que la prevista en el informe anterior, inducida, en parte, por una demanda relativamente débil. La mayor flexibilidad a la baja en este segmento del IPC hará posible que la variación anual de estos precios se sitúe incluso en valores negativos para varios

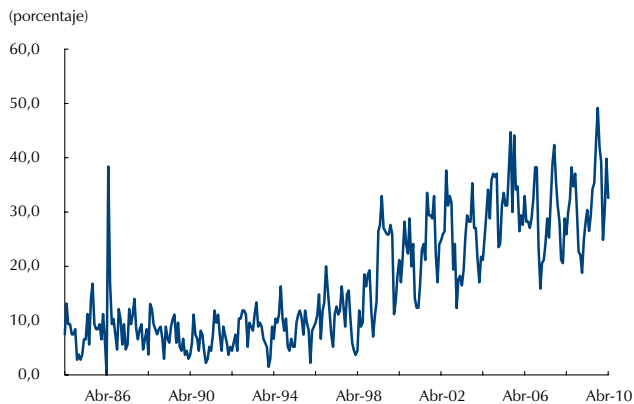
En los últimos trimestres aumentó la flexibilidad a la baja en los precios de los transables.

Gráfico 77
 Porcentaje de rubros del IPC de transables sin alimentos ni regulados con variaciones mensuales negativas



Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

Gráfico 78
 Porcentaje de rubros del IPC total con variaciones mensuales negativas



Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

meses, algo que no se ha observado antes y que no se preveía hace tres meses. Hacia 2011, y en la medida en que no se esperan presiones ni sobre el tipo de cambio ni sobre los precios internacionales, el IPC de transables mostrará una gran estabilidad y ajustes bajos aunque de signo positivo.

- *La economía seguirá presentando excesos de capacidad productiva por el resto de 2010 y en buena parte de 2011*

Como se señala en las secciones precedentes, en los primeros meses del año continuaron observándose señales de reactivación económica más sólidas que las anticipadas. Esto y otras razones que se explican atrás, han elevado la probabilidad de que el crecimiento se sitúe alrededor del punto medio del intervalo de pronóstico entre 2% y 4%, y no en la mitad inferior, como se consideraba antes. Pese al movimiento en el sesgo de la proyección, la estimación de la brecha del producto no se modificó sustancialmente y en la actualidad se considera que ésta seguirá en terreno negativo y muy cerca de los niveles observados en 2009. La estimación de un amplio exceso de capacidad productiva se justifica por la alta capacidad ociosa que continúa observándose en la industria y en otros sectores y porque la tasa de desempleo se sitúa en niveles altos y no deberá sufrir cambios sustanciales el resto del año.

Así las cosas, el resto del año las presiones inflacionarias de demanda continuarán siendo reducidas, lo que frenará o moderará las alzas en los precios de los no transables y los transables, incluyendo alimentos. En lo corrido del año, los precios de los no transables sin alimentos ni regulados se han comportado de acuerdo con lo esperado, con reducciones en la variación anual del índice que son significativas. En lo que resta del año, la tendencia se mantendrá, aunque menos marcada.

Hacia 2011, cabe esperar un crecimiento del PIB más alto que el previsto para 2010 si las condiciones externas siguen mejorando. Esto llevaría a un cierre gradual de la brecha del producto. Sin embargo, las estimaciones preliminares sugieren que durante buena parte de ese año la brecha se mantendría en terreno negativo. Por lo anterior, las presiones inflacionarias de demanda permanecerán bajo control en 2011. Cabe señalar que mientras

Contrario a lo esperado, el fenómeno de El Niño no afectó las expectativas de inflación.

existan excesos de capacidad productiva y una brecha negativa, la inflación tiende a reducirse.

- *Las expectativas de inflación se comportan más favorablemente que lo previsto, lo que contribuyen a reducir los pronósticos.*

En el informe anterior se estableció como uno de los posibles efectos del fenómeno de El Niño el aumento de las expectativas de inflación. Sin embargo, en lo corrido del año este riesgo no se materializó y, contrario a lo esperado, tales expectativas decrecieron. Además, en la medida en que los efectos proyectados de El Niño son menores y que la inflación al consumidor se ha mantenido cerca al piso del rango meta, la posibilidad de que se observe un repunte fuerte de esta variable para lo que resta del año es ahora menor que hace tres meses.

Las expectativas desempeñan un papel importante en los modelos de pronóstico de inflación del Banco de la República y, por tanto, su descenso se tradujo en unos ajustes de precios menores para lo que resta del año y para 2011 frente a los previstos en el *Informe sobre Inflación* anterior.

- *La alta persistencia de la inflación en Colombia contribuye a mantenerla en niveles bajos*

Numerosos estudios efectuados en Colombia en las últimas dos décadas muestran que la inflación ha sido altamente persistente. Esto significa que la inflación de un mes o trimestre tiende a permanecer en los valores observados en los meses o trimestres inmediatamente anteriores. Así, cuando la inflación aumenta, es menos probable observar su reducción y cuando esto sucede, se da en forma gradual. Pero el argumento también aplica en sentido contrario: cuando la inflación cae y permanece baja por varios meses, las posibilidades de que aumente de manera importante y rápida son reducidas y de hacerlo se daría lentamente.

En la práctica, los mecanismos a través de los cuales esta persistencia se manifiesta son variados y corresponden, entre otros, a prácticas de indexación impuestas por los gobiernos (como en el caso de la educación, arriendos, algunos regulados) o a través de cláusulas en los contratos privados y en los acuerdos salariales.

El descenso de la inflación el año pasado y su estabilidad en niveles muy bajos en los primeros meses del presente año ha dado mayor importancia a la persistencia en los pronósticos de inflación de 2010 y hacia delante. Un ejemplo de esta situación es la caída no anticipada en la variación anual de transables (sin alimentos ni regulados) durante el primer trimestre, la cual desplazó a la baja las proyecciones de los próximos trimestres, en parte, por la persistencia alta de la serie. Otro ejemplo ilustrativo es lo sucedido con

La caída de los transables contribuyó a reducir las proyecciones de inflación.

Se espera un aumento transitorio de la inflación en el segundo y tercer trimestres de 2010.

los salarios, tanto el mínimo como los de mercado, cuyos ajustes se han reducido rápidamente ante la caída de la inflación en 2009.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, el pronóstico que se presenta en este informe sigue anticipando un aumento de la inflación al consumidor durante el segundo y el tercer trimestres como consecuencia fundamentalmente de un aumento en los precios de los alimentos, que en parte obedecen al efecto rezagado usual del fenómeno de El Niño. Las presiones alcistas, sin embargo, son menores que las contempladas en el pasado informe, reconociendo el impacto mucho menor al previsto que estaba teniendo este fenómeno durante el primer trimestre. El alza en la variación anual de alimentos será transitoria y se desvanecerá gradualmente entre el cuarto trimestre de 2010 y el primero de 2011.

Para la inflación sin alimentos, el ejercicio redujo un poco los pronósticos frente al informe trimestral anterior y muestra una senda que se sitúa en la mitad inferior del rango meta para 2010. Este último resultado, de todas maneras, ya se había obtenido en el informe de hace tres meses.

Para 2011, la inflación sin alimentos y la total seguirán determinadas por una brecha del producto aún en terreno negativo que reduce la tasa a la cual se incrementan los precios. Así mismo, se esperan pocas presiones sobre el tipo de cambio y unas expectativas alineadas con la meta de largo plazo. Lo anterior junto con la alta persistencia, tienden a mantener la inflación en niveles bajos e impiden que retorne rápidamente al punto medio del rango meta. Los resultados suponen una recuperación moderada de la economía global este año y el siguiente y unos precios internacionales de materias primas que aumentan poco frente a los valores observados a marzo.

2. Balance de riesgos

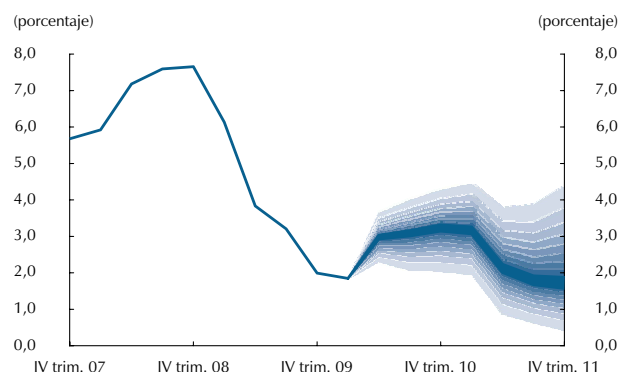
El balance de riesgos (o *Fan chart*) para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los gráficos 79 y 80. La amplitud de los *Fan chart* aún es considerable, dando a entender que la incertidumbre que rodea los pronósticos es aún elevada. En particular, los efectos de El Niño continúan siendo difíciles de estimar, por cuanto no han sido sistemáticos en el tiempo y usualmente se dan en conjunción con una amplia cantidad de fenómenos. En la actual coyuntura, por ejemplo, la debilidad de la demanda interna y la caída de las ventas a Venezuela parecen haber amortiguado su impacto.

De esta manera, los principales riesgos al alza sobre la inflación de lo que resta de 2010 y de 2011 pueden agruparse de la siguiente manera:

Los efectos de El Niño continúan siendo difíciles de estimar.

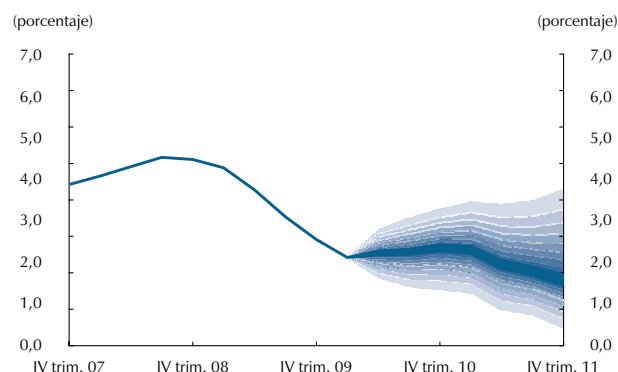
1. *Un consumo privado más dinámico que el contemplado en la senda central:* los pronósticos de crecimiento han sido conservadores, teniendo en cuenta los buenos resultados de las encuestas de confianza de los consumidores y

Gráfico 79
Fan chart de la inflación total ^{a/}



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

Gráfico 80
Fan chart de la inflación sin alimentos ^{a/}



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

los resultados de las ventas al por menor en los primeros meses. Adicionalmente, las tasas de interés real y nominal son bajas y la disponibilidad de crédito es alta, lo cual puede inducir una respuesta del consumo más rápida que la prevista.

2. *Precios internacionales de las materias primas y el petróleo más altos:* el buen desempeño económico de los países emergentes, y en particular de Asia, puede ejercer presiones alcistas sobre estos precios por encima de lo contemplado en la senda central del pronóstico. En este caso cabría esperar aumentos mayores en los precios al consumidor, en especial de los alimentos, del transporte y de otros bienes y servicios regulados.
3. *Una depreciación fuerte del peso:* como ha sido usual, los efectos se sentirían sobre los precios de transables y de regulados principalmente, y siempre y cuando los movimientos de la tasa de cambio sean permanentes y la demanda interna no se debilite más.

Por su parte, los principales riesgos a la baja pueden resumirse:

1. *Menores aumentos en los precios de los alimentos y regulados:* esto puede presentarse bien sea porque el fenómeno de El Niño termina teniendo pocas consecuencias directas sobre la inflación o porque permanecen otros fenómenos que, como la debilidad de la demanda interna y de las exportaciones, lo compensan.
2. *Un deterioro de la economía mundial por la crisis de deuda soberana en Europa:* una situación como esa llevaría a un menor crecimiento mundial y de algunos de nuestros socios comerciales.

Dados los riesgos mencionados y el bajo nivel de la senda de pronóstico, los *Fan chart* presentan un sesgo hacia arriba. Aún así, el ejercicio muestra que hay una

alta probabilidad de que la inflación de 2010 se ubique dentro de la meta de largo plazo definida por la JDDBR. Para 2011 la probabilidad de que la inflación esté en dicho intervalo también es alta.

En general, se considera que es altamente factible una recuperación de la economía colombiana sin que se comprometa el objetivo de una inflación baja y estable. Como siempre, los pronósticos descritos contemplan una política monetaria activa.

Recuadro 3

IMPORTANCIA DE LAS RIGIDECES NOMINALES Y REALES EN UN MODELO DE EQUILIBRIO GENERAL PARA COLOMBIA

Pietro Bonaldi*

En el Banco de la República se han venido desarrollando recientemente una serie de investigaciones con el propósito de analizar las rigideces de precios en la economía colombiana. En el Informe sobre Inflación de septiembre de 2009, Juan Carlos Parra destaca los resultados obtenidos en dos de estos trabajos, elaborados respectivamente por Julio, Zárate y Hernández (2009), y Misas, López y Parra (2009). En el primero se emplea una base de datos usada en la construcción del IPC para medir la frecuencia y la magnitud de los cambios de precios a distintos niveles de agregación. El segundo compendia los resultados de una encuesta aplicada a 747 empresas colombianas para establecer los factores fundamentales que determinan la decisión de las firmas de fijar o ajustar sus precios. Apuntando en la misma dirección, pero desde un enfoque metodológico distinto, en el documento “Importancia de las rigideces nominales y reales en Colombia: un enfoque de equilibrio general dinámico y estocástico”, Bonaldi, González y Rodríguez (2010) intentan determinar empíricamente qué rigideces nominales y reales deben incorporarse en un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico (DSGE, por su sigla en inglés) para replicar, con el mayor grado de ajuste, el comportamiento de corto plazo de las variables de la economía colombiana; en particular, la forma como éstas responden ante choques macroeconómicos. A continuación se hace una breve descripción de la metodología empleada por Bonaldi *et al.* (2010) y se exponen sus resultados principales.

1. Descripción del modelo

Todos los modelos estimados son variaciones de un modelo base desarrollado por González, Mahadeva, Prada y Rodríguez (2010) para la economía colombiana. Este último es un DSGE neo – keynesiano que incorpora un conjunto de rigideces nominales y reales, siguiendo de cerca otros modelos estándar que se encuentran en la literatura especializada. Algunas de las rigideces que el modelo incluye aparecen en la caracterización de los hogares. Específicamente, el proceso de acumulación de capital presenta costos de ajuste de la inversión y la tasa de depreciación del capital es endógena y

depende de su nivel de utilización. Además, los hogares se comportan como monopolistas de su variedad diferenciada de trabajo, lo cual implica que tienen cierto poder de fijación sobre los salarios, pero enfrentan rigideces nominales a la Calvo (1983). Por lo tanto, sólo una fracción constante de los hogares escoge su salario en forma óptima en cada período. La fracción restante fija el salario siguiendo una regla de indexación que depende de la inflación del período anterior. El modelo también presenta rigideces nominales en algunos sectores productivos de la economía. La estructura de estos sectores es similar a la del mercado de trabajo, ya que en todos existe un conjunto de firmas en competencia monopolística que fijan sus precios y enfrentan rigideces a la Calvo. En consecuencia, sólo una fracción constante de las firmas determina el precio en forma óptima y las restantes lo indexan a la inflación del período anterior específica del sector. Este comportamiento es seguido por las firmas que elaboran, distribuyen y comercializan los bienes nacionales y por las importadoras de bienes y materias primas.

Adicionalmente, en el modelo propuesto por González *et al.* (2010) la autoridad monetaria fija la tasa de interés nominal siguiendo una regla que incluye un componente de suavizamiento, así como las desviaciones de la inflación anual con respecto a la meta y del PIB anual con respecto a su nivel de largo plazo. Esta regla de política está expuesta a un choque que sigue una distribución normal con media cero.

En total, el modelo contiene quince variables exógenas sujetas a choques aleatorios que explican el ciclo económico. Todos estos choques, excepto el de política, siguen procesos autorregresivos de primer orden. Las perturbaciones correspondientes se suponen independientes e idénticamente distribuidas, con media en cero, y sus varianzas se incluyen en el conjunto de parámetros por estimar.

2. Estimación

Para estimar el modelo descrito, Bonaldi *et al.* (2010) utilizan técnicas bayesianas e incluyen series trimestrales de catorce variables de la economía colombiana entre 1996:II y 2009:III. La estimación se realiza en dos etapas. En la primera se calibran los parámetros que inciden en el valor de largo plazo (en el nivel de estado estacionario) de las variables del modelo, siguiendo el método propuesto por Bonaldi, González, Prada, Rodríguez y Rojas (2009). El objetivo de esta calibración es capturar 21 razones de largo plazo de la economía colombiana. En valor absoluto, la máxima desviación porcentual entre el valor de estas razones en la economía colombiana y su contraparte en el modelo es de 5.29%.

* El autor es profesional del Departamento de Modelos Macroeconómicos de la Subgerencia de Estudios Económicos (jbonalva@banrep.gov.co). Las opiniones expresadas son de su responsabilidad y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

En la segunda etapa de la estimación se mantiene fijo el valor de los parámetros calibrados y se obtienen las distribuciones *posterior* de 19 parámetros del modelo que sólo afectan su comportamiento de corto plazo. Estos parámetros se dividen, a su vez, en dos grupos, uno de ellos contiene las varianzas de los quince choques y el otro incluye cuatro parámetros asociados con las rigideces nominales y reales, a saber, ε^g , ε^m , ε^w y Ψ^x y ε^g . El primero es la proporción de firmas que no ajustan los precios de manera óptima en cada uno de los sectores responsables de la producción del bien nacional, la producción interna de bienes de consumo e inversión combinados con servicios de distribución y la producción de estos servicios. ε^m denota la proporción correspondiente en la distribución de bienes importados para consumo e inversión y de materias primas importadas. ε^w representa la proporción de hogares que indexan su salario a la inflación del período anterior. Finalmente, Ψ^x es el parámetro que determina la intensidad de los costos de ajuste de la inversión.

La estimación de los parámetros en el segundo grupo se hace mediante el método bayesiano, suponiendo distribuciones *prior* uniformes para los parámetros por estimar. Los resultados se resumen en el Cuadro R.3.1, el cual muestra la media, la desviación estándar, la moda y las regiones *highest posterior density* (HPD) al 90% de la distribución posterior de los parámetros. Para facilitar la comparación, se incluyen también las medias y las desviaciones estándar de las distribuciones *prior*. La contracción de la desviación estándar de la distribución *posterior* con respecto a la de la distribución *prior*, para todos los parámetros estimados, indica que la muestra utilizada es informativa.

3. Resultados

Para determinar la importancia de las rigideces nominales y reales, Bonaldi *et al.* (2010) comparan las densidades marginales y las funciones impulso-respuesta de seis modelos con las del modelo base. Los modelos alternativos son idénticos al base, excepto por los cambios que se indican a continuación. En el primero los precios nacionales son flexibles ($\varepsilon^g=0$), en el segundo, los salarios nominales ($\varepsilon^w=0$), y en el tercero, los precios de los bienes importados ($\varepsilon^m=0$). En el cuarto modelo la regla de indexación de precios y salarios depende de la meta

de inflación y no de la inflación del período anterior; el quinto modelo no tiene costos de ajuste de la inversión ($\Psi^x=0$), y el sexto no incluye utilización variable del capital, lo que implica que la tasa de depreciación del capital es constante.

Antes de presentar los resultados de la estimación, Bonaldi *et al.* (2010) aclaran que los parámetros que determinan las rigideces nominales no pueden ser comparados directamente con la frecuencia observada del cambio en precios calculada usando microdatos, como en los trabajos realizados por Julio y Zárate (2008), y Julio *et al.* (2009). En efecto, dadas las reglas de indexación que incluyen los modelos estimados, en cada período todos los hogares y las firmas en competencia monopolística cobran salarios y precios distintos, respectivamente, aunque sólo una fracción lo hace en forma óptima. Adicionalmente, Bonaldi *et al.* (2010) sostienen que el objetivo del modelo DSGE es explicar cómo reaccionan los precios ante choques macroeconómicos, pero no dar cuenta del mecanismo de formación de precios en el nivel micro. Para sustentar su posición al respecto citan a Mackowiak y Smets (2008), quienes afirman que no existe una relación directa entre la frecuencia de cambio de precios y la respuesta de precios y cantidades ante choques macroeconómicos, y a Fuhrer (2009), según quien la reacción de la inflación ante movimientos del producto depende también de las rigideces reales y no exclusivamente de dicha frecuencia.

El Cuadro 2 contiene las medias de las distribuciones *posterior* de los parámetros estimados para los siete modelos, y la densidad marginal para cada uno de éstos. Bonaldi *et al.* (2010) comparan el valor de estas densidades para establecer el efecto sobre el ajuste del modelo que resulta de eliminar cada una de las rigideces. De acuerdo con esta comparación, la rigidez más relevante es la de los salarios, seguida, en orden de importancia, por la de los precios nacionales y por los costos de ajuste de la inversión. La ausencia de depreciación endógena, en cambio, no parece tener un efecto significativo en el ajuste empírico del modelo. Por último, el criterio de comparación propuesto no es concluyente con respecto a la regla de indexación.

Para evaluar el efecto de las rigideces sobre la dinámica de corto plazo de las variables del modelo, Bonaldi *et al.* (2010) comparan las respuestas de la inflación del bien final de consumo,

Cuadro R3.1
Distribución posterior de los parámetros estimados en el modelo base

Parámetros	Media prior	Dev. est. prior	Moda posterior	Media posterior	HPD 90%	Dev. est. posterior
ε^g	0,5000	0,2887	0,3636	0,3615	0,3208 – 0,4018	0,0182
ε^w	0,5000	0,2887	0,4390	0,4547	0,3767 – 0,5333	0,0265
ε^m	0,5000	0,2887	0,2987	0,3021	0,2554 – 0,3450	0,0172
Ψ^x	0,2500	0,2887	0,3229	0,3326	0,2352 – 0,4304	0,0574

Fuente: Bonaldi *et al.* (2010). El cuadro original incluye también los resultados de la estimación de las varianzas de los quince choques.

Cuadro R3.2

Medidas de las distribuciones posterior y densidades marginales de los modelos estimados

Parámetros	Modelo base	$\varepsilon^g=0$	$\varepsilon^w=0$	$\varepsilon^m=0$	$\Psi^s=0$	Indexación a la meta	Depreciación exógena
ε^g	0,3615	-	0,3770	0,3780	0,2947	0,5163	0,4126
ε^w	0,4547	0,6188	-	0,4411	0,5862	0,5957	0,4903
ε^m	0,3021	0,3435	0,2896	-	0,3173	0,4564	0,3086
Ψ^s	0,3326	0,2558	0,4225	0,3104	-	0,3742	0,3734
Densidad marginal ^{a/}	1.404,9	1.345,0	1.317,6	1.369,0	1.357,6	1.404,0	1400,7

a/ La densidad marginal del modelo es proporcional a la probabilidad de que el modelo haya generado los datos.
Fuente: Bonaldi *et al.* (2010). El cuadro original contiene también la información sobre las varianzas de los choques.

del PIB real y de la tasa de interés de política ante un choque monetario de una desviación estándar, en los siete modelos, mediante un análisis de impulso-respuesta. Los resultados de este ejercicio confirman parcialmente las conclusiones obtenidas a partir del cálculo de las densidades marginales, excepto porque el cambio en la regla de indexación sí modifica las respuestas del modelo ante el choque de política. Concretamente, la sensibilidad ante este choque depende principalmente, y en orden de importancia, de las rigideces de salarios, del tipo de indexación de precios y salarios, y de los costos de ajuste de la inversión.

4. Conclusión

En resumen, Bonaldi *et al.* (2010) utilizan el ajuste empírico de un modelo DSGE y su dinámica de corto plazo como criterios para determinar la importancia de las rigideces nominales y reales en Colombia. Para ello estiman en forma bayesiana los valores de los parámetros que determinan dichas rigideces, dada la estructura productiva del modelo. El lector interesado puede consultar los detalles técnicos de la estimación y el análisis completo de los resultados obtenidos en el documento original, publicado en la serie de Borradores de Economía del Banco de la República.

Referencias

Bonaldi, P.; González, A.; Rodríguez, D. "Importancia de la rigideces nominales y reales en Colombia: Un enfoque de equilibrio general dinámico y estocástico." Borradores de Economía 591, BANCO DE LA REPÚBLICA, 2010

Bonaldi, P.; González, A.; Prada, J. D.; Rodríguez, D. A.; Rojas, L. E. "Método numérico para la calibración de un modelo DSGE". Borradores de Economía 548, BANCO DE LA REPÚBLICA DE COLOMBIA, 2009.

Calvo, G. A. "Staggered prices in a utility-maximizing framework". Journal of Monetary Economics, vol. 12, núm. 3, pp. 383-398, 1983.

Fuhrer, J. "Inflation persistence", mimeo, Federal Reserve Bank of Boston, 2009

González, A.; Mahadeva, L.; Prada, J. D.; Rodríguez, D. A. (2010) "PATACON: Policy Analysis Tool Applied to Colombian Needs".

Julio, J. M.; Zárate, H. M. "The Price Setting Behavior in Colombia: Evidence from PPI Micro Data". Borradores de Economía 483, BANCO DE LA REPÚBLICA, 2008.

Julio, J. M.; Zárate, H. M.; Hernández, M. D. "The Stickiness of Colombian Consumer Prices", Borradores de Economía 578, BANCO DE LA REPÚBLICA, 2009.

Mackowiak, B. A.; Smets, F. "On Implications of Micro Price Data for Macro Models", Discussion Papers 6961, C.E.P.R., 2008.

Misas, M.; López, E.; Parra, J. C. "La formación de precios en las empresas colombianas: evidencia a partir de una encuesta directa", Borradores de Economía, No. 569. Banco de la República, 2009.

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 mayo de 2010.

1. Proyecciones para 2010

En promedio, los analistas locales esperan un crecimiento económico de 3,0%, frente al 2,4% registrado en el *Informe de Inflación* anterior. Por su parte, las entidades extranjeras consultadas prevén un crecimiento promedio del PIB de 2,9%.

Cuadro A1
Proyecciones para 2010

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de 2010	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores	3,8	3,6	1.920	4,5	(4,1)	12,5
ANIF ^{a/}	2,5	3,5	n.d.	3,5	(3,7)	12,0
Banco de Bogotá	2,5	3,1	2.000	4,0	(3,8)	11,5
Banco Santander	2,9	3,4	2.050	4,3	(3,5)	12,4
Bancolombia	3,0	3,4	1.870	3,3	(3,8)	12,6
BBVA Colombia ^{a/}	3,0	3,4	1.973	3,3	(4,3)	11,9
Corficolombiana ^{a/}	2,6	3,2	1.950	4,0	(4,1)	11,9
Corredores Asociados ^{a/}	3,5	3,1	2.050	3,5	(3,9)	12,0
Correval	3,3	3,4	1.910	3,3	(4,5)	12,7
Fedesarrollo	2,7	3,2	1.921	n.d.	(3,7)	12,4
Promedio	3,0	3,3	1.960	3,7	(3,9)	12,2
Analistas externos						
Citibank ^{a/}	2,8	3,6	1.940	4,1	(3,7)	12,6
Deutsche Bank	2,4	3,5	2.100	n.d.	n.d.	n.d.
Goldman Sachs	3,2	3,7	2.050	n.d.	(3,7)	n.d.
JP Morgan	3,0	3,8	2.000	n.d.	(3,7)	n.d.
Promedio	2,9	3,7	2.023	4,1	(3,7)	12,6

n.d. no disponible.

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.
Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

Cuadro A2
Proyecciones para 2011

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de 2011
Analistas locales			
Alianza Valores	4,7	2,9	1.750,0
ANIF	4,2	4,0	n.d.
Banco de Bogotá	3,5	4,0	2.100,0
Banco Santander	3,3	3,6	2.328,0
Bancolombia	3,5	3,8	1.985,0
BBVA Colombia	4,4	3,2	1.903,0
Corficolombiana	4,0	3,5	1.926,1
Corredores Asociados	4,5	4,3	2.150,0
Correval	4,5	3,7	1.980,0
Fedesarrollo	3,9	3,4	1.899,8
Promedio	4,0	3,6	2.002,4
Analistas externos			
Citibank	4,3	3,5	2.000,0
Deutsche Bank	2,8	3,5	2.220,0
Goldman Sachs	4,0	3,5	2.011,0
JP Morgan	4,1	4,0	2.200,0
Promedio	3,8	3,6	2.107,8

n.d. no disponible.

Fuente: Banco de la República (encuesta electrónica).

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales prevén un incremento de 3,3% en los precios al finalizar el año, mientras que los extranjeros esperan 3,7% en promedio. Estos valores se encuentran dentro del rango meta fijado por la Junta Directiva del Banco de la República para 2010 (entre 2,0% y 4,0%) y han venido presentando una reducción considerable en el transcurso del año.

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales esperan que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio de \$1.960 frente a \$1.980 estimado en la encuesta realizada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a \$2.023 para el cierre de año.

Para la DTF los analistas locales proyectan valores de 3,7%. Adicionalmente, esperan que la tasa de desempleo se ubique en 12,2%.

2. Proyecciones para 2011

Para el próximo año los analistas nacionales prevén un crecimiento de 4,0%, frente a 3,8% estimado por los analistas extranjeros. Con respecto a la inflación, los analistas tanto locales como extranjeros proyectan una inflación de 3,6%. En cuanto al tipo de cambio, las entidades nacionales y externas esperan valores promedio de \$2.002 y \$2.108, respectivamente.