



INFORME SOBRE INFLACIÓN

D I C I E M B R E D E 2 0 0 5

BANCO DE LA REPÚBLICA

BOGOTÁ, D.C., COLOMBIA

ISSN - 1657 - 7973

CONTENIDO

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS	4
RESUMEN: SITUACIÓN INFLACIONARIA EN DICIEMBRE Y SUS PERSPECTIVAS	7
I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL	11
A. CONTEXTO EXTERNO Y TIPO DE CAMBIO	11
B. COYUNTURA INTERNA	17
C. AGREGADOS MONETARIOS, CRÉDITO Y TASAS DE INTERÉS	23
D. UTILIZACIÓN DEL FACTOR TRABAJO Y MERCADO LABORAL	28
E. INFLACIÓN A DICIEMBRE Y SUS DETERMINANTES	31
F. CANALES DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN EN 2005	36
RECUADRO 1: ¿QUÉ ESTÁN IMPORTANDO LOS COLOMBIANOS?	41
RECUADRO 2: CÁLCULOS DE LA BRECHA DEL PRODUCTO A PARTIR DE DIVERSAS FUENTES DE INFORMACIÓN	48
II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS	52
A. CONTEXTO EXTERNO Y TIPO DE CAMBIO	52
B. CONTEXTO INTERNO	57
C. PRONÓSTICO DE INFLACIÓN	58
RECUADRO 3: LA TASA DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO NO INFLACIONARIO	69
ANEXO. PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS	74
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES	77

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS

I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL

Gráfico 1	Crecimiento trimestral anualizado del PIB Estados Unidos, zona del euro y Japón	12
Gráfico 2	Precio de la vivienda usada en los Estados Unidos	12
Gráfico 3	Inflación anual al consumidor en los Estados Unidos	13
Gráfico 4	Inflación anual al consumidor en la zona del euro	13
Gráfico 5	Crecimiento anual de la productividad (Y/L) de los Estados Unidos	13
Gráfico 6	Tasa de política monetaria de los Estados Unidos y la zona euro	14
Gráfico 7	Tasas de interés de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos	14
Gráfico 8	Balance en cuenta corriente y comercial de los Estados Unidos	14
Gráfico 9	Tasas de cambio nominal de Japón y zona del euro	15
Gráfico 10	Balance de ahorro(s) - inversión(i) en los Estados Unidos	15
Gráfico 11	Composición de la cuenta de capitales en los Estados Unidos	15
Gráfico 12	Precio internacional del café	16
Gráfico 13	Precio internacional del petróleo WTI	16
Gráfico 14	Prima de riesgo EMBI+ y <i>Spread</i> bonos basura (<i>High Yield</i>)	17
Gráfico 15	Tasa de cambio de diferentes monedas latinoamericanas frente al dólar	17
Gráfico 16	Crecimiento anual real del PIB	17
Gráfico 17	Crecimiento real anual del consumo de los hogares e índice de consumo de Fedesarrollo	19
Gráfico 18	Crecimiento de las importaciones de bienes de capital y de la inversión en maquinaria y equipo	19
Gráfico 19	Demanda interna real per cápita	20
Gráfico 20	Crecimiento de algunas importaciones reales de bienes de capital	20
Gráfico 21	Exportaciones tradicionales	21
Gráfico 22	Exportaciones no tradicionales	21
Gráfico 23	Crecimiento anual del PIB real de transables	21
Gráfico 24	Crecimiento anual del PIB real de no transables	22
Gráfico 25	Agregados monetarios, tasas de crecimiento anual del promedio mensual	24
Gráfico 26	Cartera bruta (M/L)	25

Gráfico 27	Tasas de interés nominales	26
Gráfico 28	Tasas de interés nominales de TES en el mercado secundario	27
Gráfico 29	Índice general de la Bolsa de Valores de Colombia	27
Gráfico 30	Índice de Q de Tobin	28
Gráfico 31	Evolución del precio de la vivienda nueva	28
Gráfico 32	Producto por trabajador urbano	29
Gráfico 33	Producto urbano por hora trabajada	29
Gráfico 34	Producto por hora trabajada, construcción	29
Gráfico 35	Producto por hora trabajada, servicios financieros	30
Gráfico 36	Comercio: ventas reales por trabajador	30
Gráfico 37	Producto por hora trabajada en la industria	30
Gráfico 38	Inflación anual al consumidor	32
Gráfico 39	Indicadores de inflación básica	32
Gráfico 40	IPC de alimentos	32
Gráfico 41	IPC de transables excluidos alimentos y regulados	33
Gráfico 42	IPC de regulados excluidos alimentos	33
Gráfico 43	IPC de servicios públicos	33
Gráfico 44	IPC de no transables, excluidos alimentos y regulados	34
Gráfico 45	Descomposición del IPC de no transables (sin alimentos ni regulados)	35
Gráfico 46	Inflación anual de alimentos primarios y procesados	35
Gráfico 47	Utilización de capacidad instalada, Fedesarrollo	37
Gráfico 48	Capacidad instalada vs. demanda esperada	37
Gráfico 49	Expectativas de inflación anual de cada mes	
	Bancos y comisionistas de bolsa	40
Cuadro 1	PIB por tipo de gasto	18
Cuadro 2	Crecimiento sectorial del PIB real	23
Cuadro 3	Fuentes de la base monetaria	24
Cuadro 4	Fuentes de financiamiento de las entidades no financieras como porcentaje del agregado	26
Cuadro 5	Contribución a la aceleración	33
Cuadro 6	Indicadores utilizados para determinar los excesos de capacidad productiva, comparación nivel actual vs. promedio histórico	37
Cuadro 7	Porcentaje de beneficiados por nivel de incremento salarial	39

II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

Gráfico 50	Índice de precios de los productos básicos, sin petróleo (WCF)	54
Gráfico 51	Precio petróleo WTI	54
Gráfico 52	Brecha del producto	61
Gráfico 53	Distribución de probabilidades del pronóstico de la inflación (<i>Fan Chart</i>)	66
Cuadro 8	Pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales de Colombia	53
Cuadro 9	Precios internacionales	56
Cuadro 10	Pronósticos de crecimiento del PIB real por tipo de gasto	58
Cuadro 11	Pronóstico del crecimiento del PIB sectorial	59
Cuadro 12	Pronósticos del modelo central (MMT)	62

SITUACIÓN INFLACIONARIA EN DICIEMBRE Y SUS PERSPECTIVAS

- En 2005 la inflación al consumidor se situó en 4,85%, dentro del rango meta de inflación para el año (entre 4,5% y 5,5%) y 65 puntos básicos (pb) por debajo de la inflación registrada en 2004. La reducción de la inflación con respecto a 2004 se explica por la caída en la inflación sin alimentos que compensó el aumento en la inflación de alimentos. Los otros indicadores de inflación básica también disminuyeron. Dentro del índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos se redujo la inflación, tanto de transables como de no transables.
- El grueso de la disminución de la inflación anual se concentró en el primer semestre del año. Durante el segundo semestre la inflación anual se mantuvo estable, a pesar de un aumento transitorio de la inflación de alimentos que se revirtió en noviembre y diciembre.
- Las condiciones externas continuaron siendo favorables para la economía colombiana: los socios comerciales crecieron a un buen ritmo, los términos de intercambio permanecieron en niveles altos, y la liquidez internacional mantuvo los coeficientes de riesgo-país en niveles bajos. En este contexto, la economía colombiana habría crecido alrededor de 5% en 2005. El principal motor del crecimiento fue la demanda interna. Se destaca la aceleración del crecimiento del consumo de los hogares y la continuidad del dinamismo de la inversión, tanto pública como privada. De esta manera, la economía colombiana completa tres años de crecimiento superior a 4%.
- Diferentes indicadores muestran que el uso de la capacidad productiva continuó aumentando durante el tercer y cuarto trimestres del año. Además, la mayoría de estos indicadores retornó a sus niveles de largo plazo o se encuentra un poco por encima de ellos. Esto sugiere que los excesos de capacidad fueron cada vez menores en la economía.
- No se vislumbra un cambio importante en las tendencias de crecimiento mundial para 2006. Se espera que las tasas de interés mundial se incrementen de manera moderada y que los precios internacionales de los bienes básicos continúen altos. En este contexto, persisten condiciones favorables para que el crecimiento en 2006 supere el 4,5%. A este resultado también contribuyen los bajos niveles que han tenido las tasas de interés reales frente a sus promedios históricos, el crecimiento de la productividad y la confianza que mantienen los agentes económicos.
- Los principales factores que van a determinar el comportamiento de la inflación básica en los próximos cuatro a ocho trimestres son la evolución del tipo de cambio, la existencia de excesos

de capacidad, las expectativas de inflación y la presencia o ausencia de presiones inflacionarias de costos y salarios. A este respecto, las principales tendencias esperadas son las siguientes:

- En 2006 no se prevé un aumento en la inflación de transables, aunque las condiciones en 2007 podrían ser diferentes.
- En 2006 los excesos de capacidad productiva contribuirían en menor grado a contener las presiones inflacionarias de demanda frente a años anteriores.
- De acuerdo con las encuestas, las expectativas de inflación están más alineadas con la meta que en años anteriores. Esto favorece el desempeño de la inflación.
- Los aumentos recientes en salarios, incluyendo el del mínimo, podrían comenzar a generar presiones de costos, aunque ello dependerá de la magnitud y permanencia de las ganancias en productividad.
- Se espera que en 2006 la inflación de regulados se mantenga en niveles similares a los observados a finales de 2005 (alrededor de 6%).
- En el caso de la inflación de alimentos, los pronósticos indican una disminución importante desde el primer trimestre de 2006 con respecto a los niveles en los que se situó a finales de año (6,5%). De esta manera, se confirma el carácter transitorio de los choques sobre los precios de los alimentos que tuvieron lugar en el último trimestre de 2005. Sin embargo, estos pronósticos son muy inciertos, especialmente en cuanto a la magnitud de los cambios, incluso en horizontes cortos.
- Teniendo en cuenta los elementos anteriores y la alta probabilidad de cumplimiento de la meta de inflación en 2006, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió mantener inalterada la tasa de interés de los Repos de expansión en 6% en su reunión del 27 de enero de 2006. Adicionalmente, con base en la evaluación de la situación cambiaria y las proyecciones de la balanza de pagos, la JDBR decidió mantener el esquema de intervención discrecional en el mercado cambiario.

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

Juan Mauricio Ramírez

Director

SECCIÓN DE INFLACIÓN (*)

Adolfo León Cobo

Jefe

Alejandro Reyes

Andrés Mauricio Velasco

Edgar Caicedo

Eliana González

José Luis Torres

Juan Nicolás Hernández

Luisa Fernanda Charry

Luz Adriana Flórez

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Gloria Alonso, Jefe Sección de Programación Macroeconómica, Mario Nigrinis y Martha López de la Unidad de Asuntos Especiales, Franz Hamann, Director del Departamento de Modelos Macroeconómicos, Luis Fernando Melo, Norberto Rodríguez y Julián Pérez.

I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL

La aceleración del crecimiento económico produjo una disminución de los excesos de capacidad productiva mayor que la prevista en informes anteriores.

En los últimos meses de 2005 los altos precios del petróleo continuaban sin afectar la economía mundial. El bajo crecimiento de los Estados Unidos para finales de año no indicaba un cambio en las tendencias de mediano y largo plazo y terminó siendo compensado por el mayor dinamismo de otras economías industrializadas y emergentes. Con una inflación relativamente estable en ese país, la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) continuó su cronograma de aumentos graduales en sus tasas de interés. Para fines de año, estas se situaban cerca de lo que podría considerarse como un nivel neutral. Aún así, las tasas de largo plazo siguieron en niveles bajos, estimulando los flujos de capitales hacia las economías emergentes.

La economía colombiana continuó beneficiándose de este contexto externo. Los términos de intercambio, se mantuvieron en niveles históricamente altos. Así mismo, el crecimiento de los socios comerciales garantizó una demanda externa en expansión. Por otro lado, en la segunda mitad del año la demanda interna se fortaleció, tanto por un renovado dinamismo del consumo privado, como por una intensa actividad inversora. Todos estos factores aceleraron el crecimiento económico más de lo esperado en informes anteriores. Simultáneamente, diversos indicadores mostraron una reducción significativa de los excesos de capacidad productiva que sugieren un cierre adicional de la brecha del producto frente al nivel presentado en septiembre.

No obstante, en 2005 aún no se evidenciaron presiones inflacionarias de demanda generalizadas. Esto, junto con el efecto de la apreciación acumulada y la disminución de las expectativas, permitió una importante reducción de la inflación y el cumplimiento de la meta del Banco de la República.

La apreciación acumulada, la disminución de las expectativas y la ausencia de presiones de demanda, contribuyeron al cumplimiento de la meta de inflación del Banco de la República.

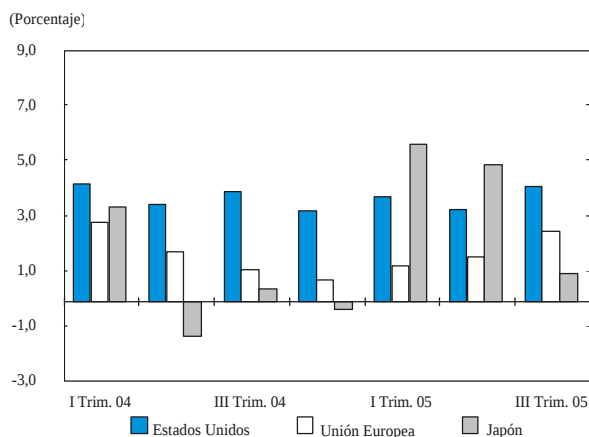
A. CONTEXTO EXTERNO Y TIPO DE CAMBIO

1. Aspectos generales

Durante 2005 el crecimiento de la economía mundial fue mejor al esperado a principios de ese año aunque inferior al observado en 2004. A pesar de los altos

GRÁFICO 1

CRECIMIENTO TRIMESTRAL ANUALIZADO DEL PIB ESTADOS UNIDOS, ZONA DEL EURO Y JAPÓN



precios del petróleo y de los desastres naturales, las economías norteamericana y china siguieron liderando la expansión global. De otro lado, la zona del euro y Japón presentaron una excelente recuperación, en línea con lo esperado a comienzos de ese año.

En el tercer trimestre, y a pesar de los choques negativos por la temporada de huracanes, la economía norteamericana creció 4,2% (trimestral anualizado), por encima del 3,3% observado en el segundo trimestre (Gráfico 1). Este resultado fue nuevamente impulsado por la demanda interna, incluida la inversión.

En momentos en que se producía este informe se conoció el crecimiento para el cuarto trimestre, a una tasa por debajo de las expectativas del mercado (1,1% vs. 2,8%). No se descarta que los aumentos de las tasas de interés por cerca de año y medio y los mayores precios del petróleo hayan empezado a golpear el gasto privado. Sin embargo, la mayoría de analistas concuerdan en que esta desaceleración es transitoria y que en buena parte obedece a los efectos retardados del choque de oferta que afectó la economía norteamericana en el tercer trimestre.

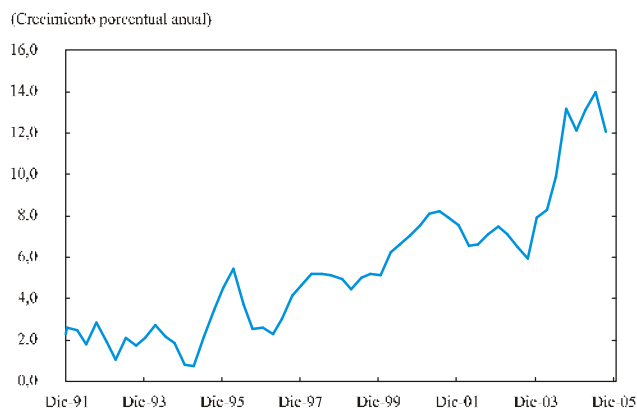
Esta interpretación de lo sucedido está respaldada por el buen desempeño que mostraron diversos indicadores asociados con el comportamiento del consumo privado de mediano plazo. El índice de confianza de los consumidores se mantuvo en los niveles altos del tercer trimestre y la tasa de desempleo continuó su caída, al situarse en 4,9% para diciembre. Si bien el mercado de vivienda empezó a mostrar alguna corrección luego del auge de los últimos años, ésta parece ser moderada. Así lo sugieren los últimos datos de

precios (Gráfico 2) y el número de unidades vendidas.

En Japón, la economía mejoró de manera importante en 2005. En lo corrido del año al tercer trimestre, el crecimiento se aceleró gracias al mayor dinamismo de la demanda interna. Esto ha sido posible por las mejores condiciones del mercado laboral, la mayor inversión y el buen comportamiento de las exportaciones. Aunque para el tercer trimestre se presentó una desaceleración (1,0% trimestral anualizado frente a 5,0% del trimestre anterior), esta parece obedecer a factores estacionales y transitorios y está dentro de lo previsto por los mercados (Gráfico 1). Para el cuarto trimestre, los indicadores de confianza de las empresas continuaban mejorando, e indicaban que la economía japonesa entraba en una fase expansiva del ciclo económico.

GRÁFICO 2

PRECIO DE LA VIVIENDA USADA EN LOS ESTADOS UNIDOS



Para la zona del euro la evaluación no es muy diferente. En el tercer trimestre su crecimiento (2,6% trimestral anualizado) fue mayor que el de trimestres precedentes (Gráfico 1). En este caso el impulso provino de la mejora en las exportaciones y de la inversión y, en menor medida, del consumo privado. Los indicadores más recientes continúan mostrando un aumento en la confianza de los empresarios y de los consumidores.

A pesar del mejor desempeño de las principales economías desarrolladas y de altos precios del petróleo, la inflación se mantuvo contenida. En términos generales, los indicadores de inflación más amplios han seguido de cerca los sobresaltos del precio del petróleo: el incremento de este último en septiembre explica el salto de la inflación al consumidor en Europa y los Estados Unidos por estos meses. Sin embargo, estos aumentos han sido transitorios, y para finales de año, no se habían reflejado en los indicadores de inflación básica. En los Estados Unidos y la zona del euro la inflación básica a diciembre se ubicó en 2,2% y 1,3%, respectivamente, niveles bajos y estables que no denotan riesgo de presiones futuras (gráficos 3 y 4).

En el caso de los Estados Unidos, la estabilidad de la inflación básica en niveles bajos podría obedecer, en gran parte, al buen comportamiento de la productividad laboral. Durante 2005, su tasa de crecimiento fue mayor que la de su promedio histórico reciente (2,7% entre 1995 y 2005) (Gráfico 5). Lo anterior evitó el desborde de los costos laborales unitarios (nominales), que para el tercer trimestre aumentaban a una tasa anual de solo 1,8%. En los trimestres anteriores esta tasa estuvo alrededor de 3% por debajo de la observada a finales de la década pasada y a comienzos de la actual.

La estabilidad de la inflación posibilitó la continuación de un ajuste gradual de las tasas de interés por parte de los principales bancos centrales. En el último trimestre, la Fed aumentó 50 pb su tasa de interés de referencia, ubicándola en 4,25% a diciembre, mientras que el Banco Central Europeo (BCE) aumentó su tasa en 25 pb (2,25%) por primera vez desde junio de 2003. Aunque el aumento acumulado del BCE es muy inferior al de la Fed en los Estados Unidos, este movimiento

GRÁFICO 3

INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR EN LOS ESTADOS UNIDOS

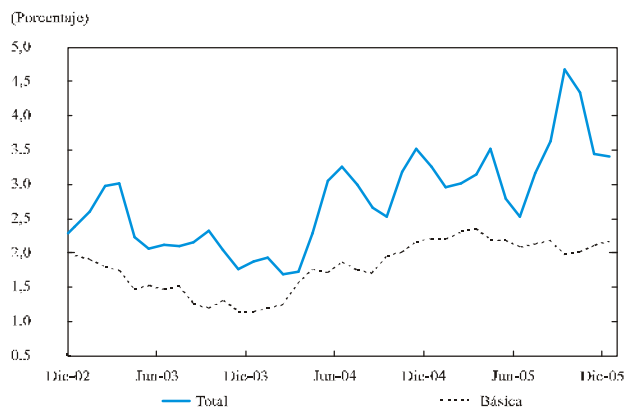


GRÁFICO 4

INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR EN LA ZONA DEL EURO

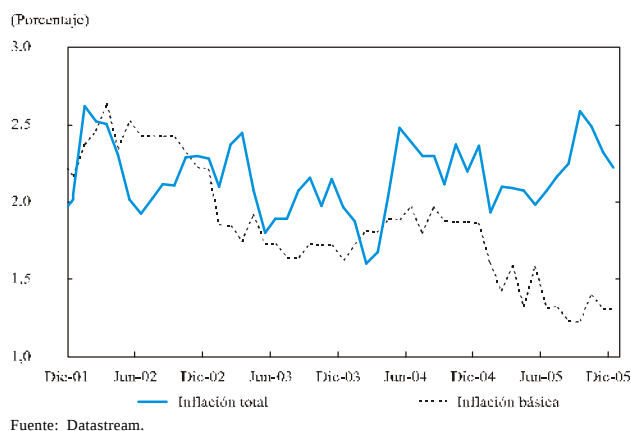


GRÁFICO 5

CRECIMIENTO ANUAL DE LA PRODUCTIVIDAD (Y/L) DE LOS ESTADOS UNIDOS

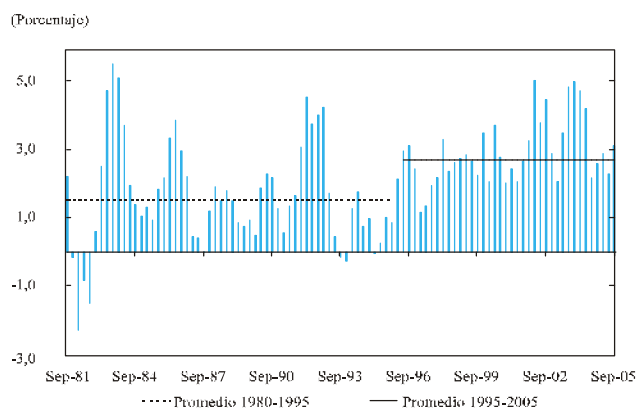
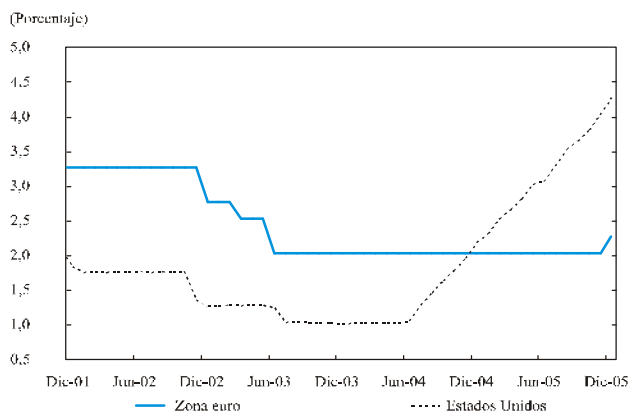


GRÁFICO 6

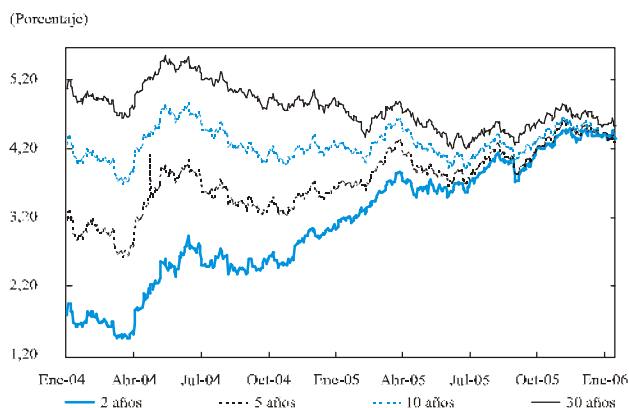
TASA DE POLÍTICA MONETARIA DE LOS ESTADOS UNIDOS Y LA ZONA EURO



Fuente: Banco Central Europeo y Datastream.

GRÁFICO 7

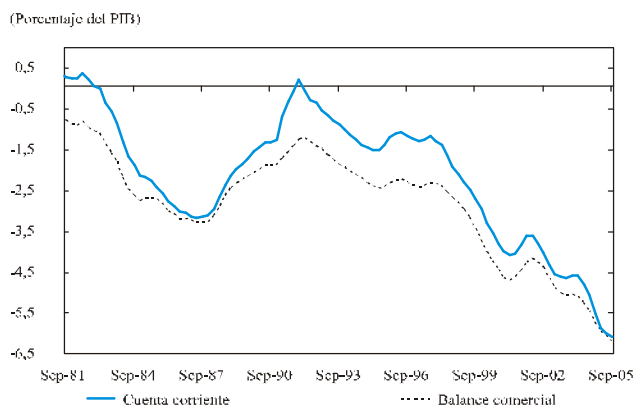
TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS DEL TESORO DE LOS ESTADOS UNIDOS



Fuente: Datastream.

GRÁFICO 8

BALANCE EN CUENTA CORRIENTE Y COMERCIAL DE LOS ESTADOS UNIDOS



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

reciente es una clara señal de que la autoridad monetaria europea se mantiene vigilante ante posibles presiones inflacionarias futuras (Gráfico 6). Los movimientos de ambos bancos centrales eran esperados por el mercado y fueron anticipados en los informes anteriores.

Sin embargo, a diciembre, estos incrementos no se reflejaban en aumentos en las tasas de interés de largo plazo, por lo menos en la magnitud esperada por el mercado (Gráfico 7). En vista de ello, la curva de rendimientos continuó aplanándose, y mantuvo la tendencia que se observa desde hace más de un año. Como se ha señalado en informes anteriores, las bajas tasas de interés de largo plazo en los Estados Unidos son el producto de una abundante demanda por títulos norteamericanos, y en la actualidad ésta pareciera estar inmune a los aumentos en los desbalances macroeconómicos de ese país, en particular del déficit en cuenta corriente.

Esta mayor demanda es reflejo de un exceso de ahorro externo que ha venido financiando ampliamente la economía norteamericana. Para el tercer trimestre, el déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos llegó a ubicarse en 6,1% del producto interno bruto (PIB), un punto porcentual superior al observado un año atrás (5,1%). Contrario a lo esperado en este contexto, el dólar se apreció a lo largo del año (Gráfico 8).

Durante 2005 la apreciación del dólar fue de 14% frente al yen y de 13% frente al euro. Desde diciembre, sin embargo, estas monedas continuaron fortaleciéndose apoyadas por las mejores perspectivas de crecimiento de las economías japonesa y europea, lo que podría marcar un quiebre en las tendencias de los tipos de cambio (Gráfico 9).

2. El desequilibrio externo en los Estados Unidos

La ampliación del déficit en cuenta corriente (o ahorro externo) de la economía norteamericana en 2005 vino acompañada de una caída del ahorro privado, principalmente del ahorro personal. Hacia el tercer trimestre, este último se redujo a sólo 0,15% del PIB como consecuencia del alto crecimiento del consumo y de los mayores precios de los combustibles. La caída del ahorro

privado fue parcialmente compensada por una disminución del déficit público (-4,0% frente a -5,0% observado en marzo de 2004) como resultado de la recuperación de los ingresos públicos (Gráfico 10).

Una prueba de que los capitales mundiales siguen dispuestos a financiar los desequilibrios macroeconómicos en los Estados Unidos, pese a su continua expansión, la constituye la abundante cantidad de recursos que había entrado a dicho país hacia el tercer trimestre de 2005. A esta fecha, la entrada bruta de capitales hacia los Estados Unidos fue del 12% del PIB, dos veces el tamaño de su déficit comercial (6%). El excedente permitió a los residentes norteamericanos acumular activos brutos en el exterior por una cuantía equivalente a la diferencia, es decir 6% del PIB. Adicionalmente, la inversión extranjera directa (IED) neta fue de 0%, lo que implica que la totalidad del déficit en cuenta corriente fue financiada con endeudamiento (Gráfico 11).

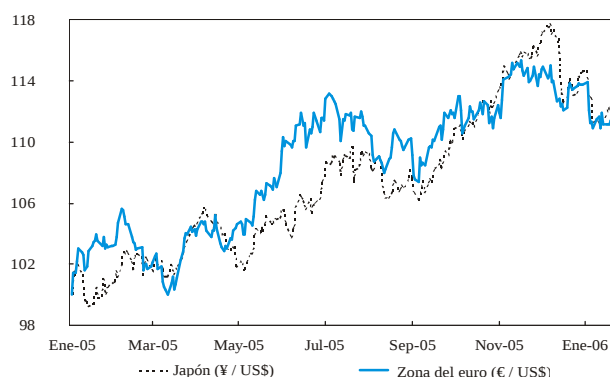
Esta amplia financiación del déficit norteamericano evitó una devaluación del dólar frente al euro y al yen, y un fuerte aumento en las tasas de interés de largo plazo. Hasta finales de 2004 se consideraba que buena parte del origen de estos recursos provenía de los bancos centrales del resto del mundo (especialmente de Asia, con Japón y China a la cabeza), que acumulaban enormes sumas de reservas internacionales en forma de títulos emitidos en dólares para evitar la apreciación de sus monedas. Sin embargo, durante 2005, estas compras parecieron haberse moderado, mientras que se observó un aumento de las compras realizadas por los denominados agentes privados. Este cambio en el origen de los recursos podría apoyar la hipótesis de que una parte creciente del financiamiento proviene de los excesos de ahorro de las empresas y países productores de petróleo.

3. Las economías emergentes

Al igual que los países industrializados, las economías emergentes también mostraron un excelente crecimiento durante 2005. En el caso de las economías asiáticas, la principal fuente de demanda continuó siendo las exportaciones, seguidas recientemente, por un mayor gasto interno.

GRÁFICO 9

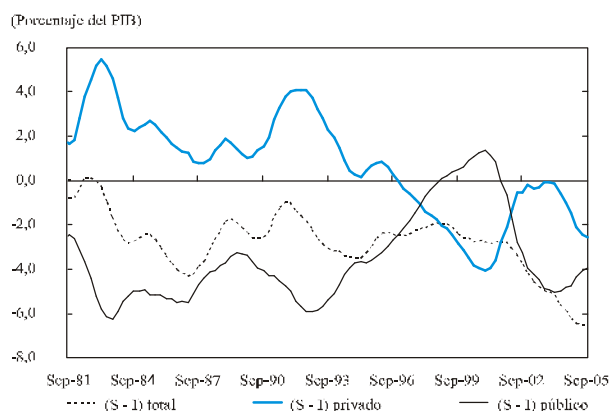
TASAS DE CAMBIO NOMINAL DE JAPÓN Y ZONA DEL EURO
(ÍNDICE ENERO 2005 = 100)



Fuente: Datastream.

GRÁFICO 10

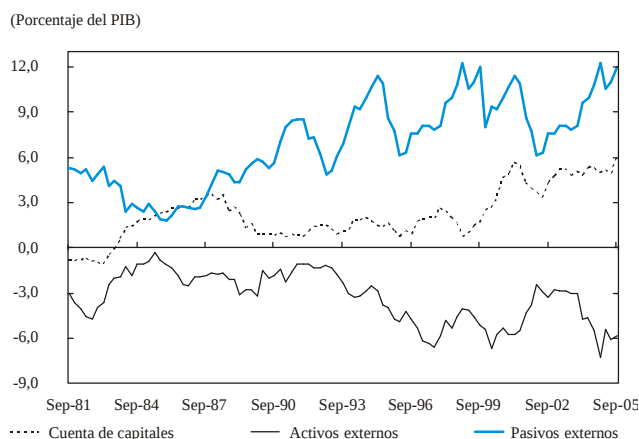
BALANCE DE AHORRO (S) - INVERSIÓN (I)
EN LOS ESTADOS UNIDOS



Fuente: Bureau of Economic Analysis.

GRÁFICO 11

COMPOSICIÓN DE LA CUENTA DE CAPITALES
EN LOS ESTADOS UNIDOS

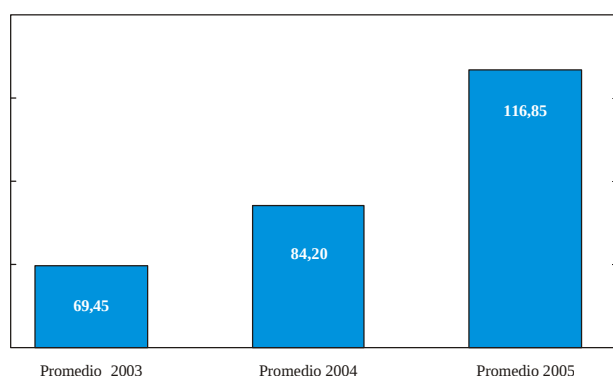


Fuente: Bureau of Labor Statistics.

GRÁFICO 12

PRECIO INTERNACIONAL DEL CAFÉ

(Centavos de dólar/libra)

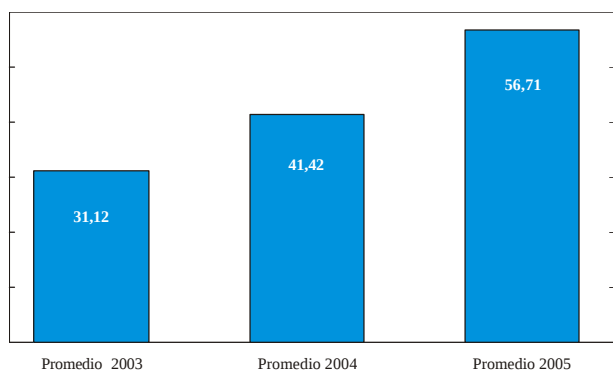


Fuente: Datastream.

GRÁFICO 13

PRECIO INTERNACIONAL DEL PETRÓLEO WTI

(Dólares/barril)



Fuente: Bloomberg.

En particular, la expansión económica de China se mantuvo vigorosa. Para el tercer trimestre la tasas crecimiento anual en dicho país (teniendo en cuenta la reestimación del PIB) fue de 9,8% y para el cuarto trimestre de 9,9%. Así, el crecimiento para 2005 sería de 9,9%¹. Aunque las exportaciones siguen siendo el motor de crecimiento, en 2005 crecieron a un menor ritmo que en 2004, lo cual parece obedecer, en parte, a la apreciación real del yuan, fue de 10% (la apreciación en términos nominales fue sólo de 2,6%). La desaceleración de las exportaciones fue compensada por un importante fortalecimiento de la demanda interna, dentro de la cual sobresale la expansión de la inversión.

Para el caso de las economías latinoamericanas, la fuerte demanda externa, la amplia liquidez internacional y los relativos altos precios de los bienes básicos de exportación continuaron favoreciendo el crecimiento durante 2005.

En particular, en Colombia, los términos de intercambio mejoraron frente al observado en 2004. En el último año, los mayores aumentos en los precios internacionales de los principales bienes de exportación del país se presentaron en café y petróleo (39% y 37%, respectivamente, frente a los niveles promedio de 2004) (gráficos 12 y 13). Adicionalmente, los precios de bienes como el oro y el níquel aumentaron en 9% y 7%, respectivamente. Los términos de intercambio del país también resultaron favorecidos por la caída de precios de algunos bienes importados como el maíz, el sorgo y el trigo (12%, 12,4% y 1%, respectivamente, frente al nivel promedio observado durante 2004).

En este contexto, las primas de riesgo-país de las economías emergentes continuaron su caída en 2005, incluido el cuarto trimestre. Desde abril, luego de haber registrado el último repunte, la prima de riesgo país de las economías emergentes cayó gradualmente y, a diciembre de 2005, se encontraba 150 pb por debajo de ese mes. La caída para la prima de riesgo de Colombia fue mayor a 200 pb. Estas disminuciones han sido mayores que lo observado en los “bonos basura” (*High Yield*) de los Estados Unidos (Gráfico 14). Finalmente, todo lo anterior contribuyó a que continuara la tendencia hacia la apreciación

¹ La misma reestimación llevó el crecimiento para 2004 a 10,1% y para el período entre 1993 y 2004 a 9,9% (frente a 9,5% y 9,4% en la estimaciones iniciales).

Las cifras más recientes confirman una aceleración del crecimiento económico en 2005 frente a 2004 y 2003.

los cuales, entre enero y septiembre alcanzaron US\$3.330 millones (m), 39,1% por encima de lo observado en igual período de 2004.

El contexto interno se caracterizó por la mayor confianza de consumidores e inversionistas en el desempeño económico, las mejorías en empleo y productividad y políticas monetaria y fiscal holgadas. Estas permitieron una oferta amplia de liquidez y tasas de crecimiento importantes de los rubros de gasto por parte de las entidades territoriales (departamentos y municipios) y, en menor medida, del Gobierno central.

La información del DANE no mostró cambios en las tendencias de crecimiento para los diferentes rubros de gasto frente a lo observado en trimestres anteriores (Cuadro 1). Así, al tercer trimestre de 2005, la economía continuó siendo impulsada por la demanda interna privada, tanto por el consumo de los hogares como por la formación bruta de capital fijo sin obras civiles.

El consumo privado fue el componente del gasto que más contribuyó al crecimiento (Cuadro 1). En el crecimiento del consumo de los hogares, a este nivel se destacó la evolución del consumo de bienes no durables que pasó de crecer 2,4% en promedio en los últimos dos años y medio, a 4,5% en el último trimestre. En

CUADRO 1

**PIB POR TIPO DE GASTO
(PORCENTAJE)**

	2004	2005		III Trim. 2005		Acumulado I, II y III Trim. 2005	
		I Trim.	II Trim.	Crecimiento porcentual	Contribución al crecimiento	Crecimiento porcentual	Contribución al crecimiento
Consumo final	3,89	3,74	6,27	5,24	4,34	5,09	4,21
Hogares	4,09	3,77	5,69	5,21	3,25	4,89	3,05
Gobierno	3,26	3,66	8,03	5,32	1,09	5,67	1,17
Formación bruta de capital	11,66	15,66	23,53	32,47	6,19	24,10	4,46
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	12,81	17,07	21,65	23,20	4,01	20,71	3,43
FBCF sin obras civiles	21,86	12,44	24,89	20,51	2,99	19,29	2,70
Obras civiles	(19,13)	44,46	5,04	37,90	1,01	28,52	0,73
Variación de existencias	3,10	2,64	36,50	122,32	2,18	52,65	1,03
Demanda interna	5,26	5,85	9,44	10,33	10,53	8,56	8,67
Exportaciones totales	10,39	13,37	10,16	2,30	0,46	8,44	1,61
Importaciones totales	16,86	22,81	29,18	24,06	(5,24)	25,34	(5,18)
PIB	4,01	3,93	5,62	5,75	5,75	5,10	5,10

Fuente: DANE. Cálculos y proyecciones del Banco de la República.

ese mismo período el consumo de bienes durables continuó exhibiendo un alto dinamismo, con tasas de crecimiento anuales cercanas al 20% (en términos reales), mientras que el consumo de bienes semidurables y de servicios se aceleró.

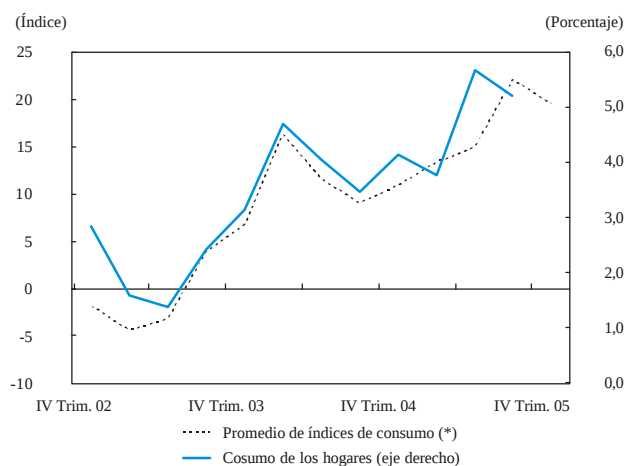
El buen desempeño del consumo de los hogares obedece a las mejores condiciones de empleo, a la alta confianza de los consumidores (Gráfico 17), al aumento del ingreso real de la economía, y a las condiciones expansivas de la política monetaria y fiscal.

Dentro de los principales componentes del gasto, el que más crecía al tercer trimestre seguía siendo la inversión. La formación bruta de capital fijo sin obras civiles (una aproximación a la inversión privada) continuó mostrando tasas de crecimiento cercanas al 20% en este período. Los rubros de mayor dinamismo fueron nuevamente los de inversión en maquinaria (36,5%) y equipo de transporte (37,3%). La inversión en construcción y edificaciones creció a un ritmo inferior (6,3%) que en trimestres anteriores; y que la expansión de la inversión en el sector agropecuario fue mínima (0,6%).

La evolución de la inversión privada está relacionada con el aumento de las importaciones de bienes de capital, como se aprecia en el Gráfico 18 (Recuadro 1). La apreciación del peso y las condiciones de confianza entre los inversionistas pueden contarse entre las razones que explican la actual expansión de la inversión privada (FBCF sin contar obras civiles). Para el tercer trimestre de 2005, este agregado llegó a representar 18,7% del PIB (en términos reales), un nivel relativamente alto frente a su promedio histórico (15,7% en el período 1977-2005).

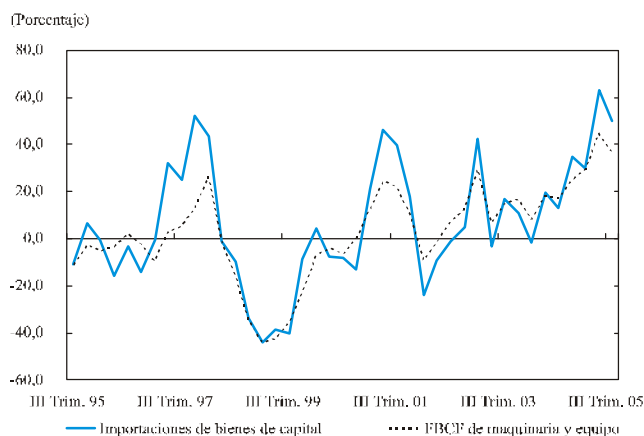
Por su parte, el consumo real de las administraciones públicas creció a una tasa anual de 5,3% en el tercer trimestre de 2005. Esto fue posible gracias al aumento del gasto por parte de los gobiernos regionales y locales y, solo en menor medida, por el gasto del Gobierno nacional central. Al mismo tiempo, la inversión en obras civiles continuó su recuperación después del deficiente comportamiento que tuvo en 2004. Su crecimiento fue de 37,9%. Para el acumulado de los tres primeros trimestres de 2005, el sector público contribuyó con cerca de 2 puntos porcentuales (pp) al crecimiento del PIB, el cual fue de 5,1% en ese período. Este es un aporte sustancialmente mayor al que efectuó en los últimos años y que estuvo cercano al 1,0%, en promedio.

CRECIMIENTO REAL ANUAL DEL CONSUMO DE LOS HOGARES E ÍNDICE DE CONSUMO DE FEDESARROLLO



(*) Promedio de ICC, IEC e ICE; índice de confianza del consumidor, de expectativas de consumo y de condiciones económicas, respectivamente.
Fuente: Fedesarrollo. Cálculos Banco de la República.

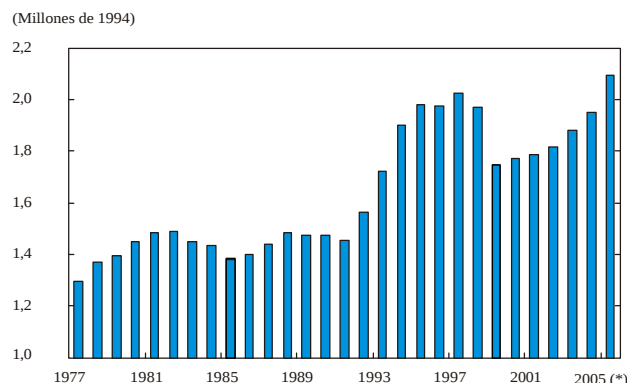
CRECIMIENTO DE LAS IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL Y DE LA INVERSIÓN EN MAQUINARIA Y EQUIPO



Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

GRÁFICO 19

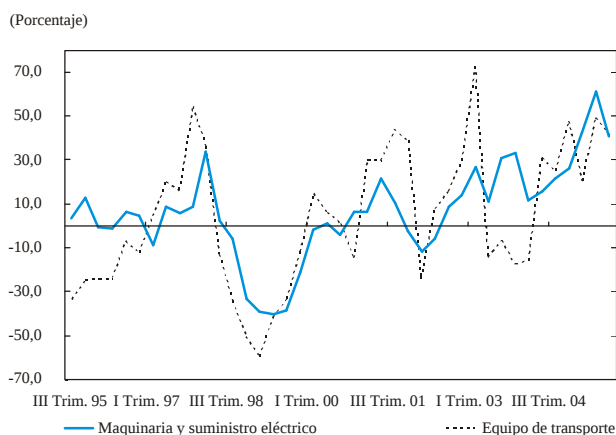
DEMANDA INTERNA REAL PER CÁPITA



(*) Acumulado hasta el tercer trimestre.
Fuente: DANE, DNP y Banco de la República.

GRÁFICO 20

CRECIMIENTO DE ALGUNAS IMPORTACIONES REALES DE BIENES DE CAPITAL



Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

En resumen, la demanda interna alcanzó en el tercer trimestre de 2005 un crecimiento acumulado de 8,7%, superior al PIB y a su promedio histórico. Así, en términos per cápita, se estaría superando los niveles previos a la crisis de finales de la década de los noventa (Gráfico 19). En general, el buen desempeño de la demanda interna se ha caracterizado por una recuperación tanto del consumo de los hogares, sobre todo de los rubros de bienes durables (que fueron los más afectados por la crisis), como de la formación bruta de capital fijo en maquinaria y equipo (más que en construcción de vivienda y edificaciones). La demanda pública, que se mantuvo estable en términos per cápita por ocho años, habría empezado a mostrar algunos aumentos a partir de 2005. Este nuevo comportamiento estaría asociado con mayores niveles de consumo de las administraciones públicas y de la formación bruta de capital por la construcción de obras civiles.

A diferencia de la demanda interna, la demanda externa neta se mantuvo en terreno negativo al tercer trimestre de 2005. Lo anterior se explica por el importante crecimiento de las importaciones, sobre todo de bienes intermedios, de capital (Gráfico 20) y de bienes de consumo durable, y por un comportamiento ambivalente de las exportaciones, con expansiones importantes en términos reales de algunos productos, pero con estancamiento o crecimientos negativos en otros.

Las exportaciones que mostraban un buen ritmo de crecimiento real al tercer trimestre de 2005 eran: las de café (12,8%), banano (51,3%), plátano (30,8%), impresiones (11,9%), productos de caucho plástico (20,9%), vidrio y productos de vidrio (21,6%), y muebles y otros bienes transportables (48,1%). A su vez, los sectores que tuvieron un mal desempeño fueron: carbón (-2,6%), petróleo (3,6%), carne (-30,6%), azúcar sin refinar (-42,5%), hilados e hilos y tejidos de fibra textil (-2,2%), tejidos de punto (-8,6%), cuero y productos de cuero (-11,5%), y equipo de transporte (0,6%).

Pese al pobre comportamiento de las exportaciones en términos reales en el tercer trimestre (2,3%), en lo corrido del año su desempeño fue mejor (8,4%), en general, durante 2005 los sectores exportadores resultaron beneficiados por la buena demanda externa y, especialmente, por niveles altos términos de intercambio. Lo anterior permitió aumentos importantes de las exportaciones en

dólares corrientes, tanto de las tradicionales como de las no tradicionales (gráficos 21 y 22).

Las preocupaciones sobre mayor competencia para las exportaciones colombianas a destinos como los Estados Unidos y Ecuador continúan vigentes. En meses recientes se ha observado un estancamiento de las ventas de productos no tradicionales a estos destinos. Por otro lado, en los últimos meses de 2005, Venezuela se consolidó como el principal destino de nuestras exportaciones no tradicionales, en particular las del segmento industrial.

2. Crecimiento de sectores transables y no transables

El PIB de los sectores transables (agropecuario, minería, industria manufacturera, transporte aéreo, marítimo y especial, y servicios privados a las empresas) tuvo una pequeña aceleración en el tercer trimestre de 2005, después de debilitarse de manera continua desde mediados de 2004. Para este último período, el crecimiento de dicho agregado se estimó en 3,9%, por debajo del registro para el PIB total (Gráfico 23).

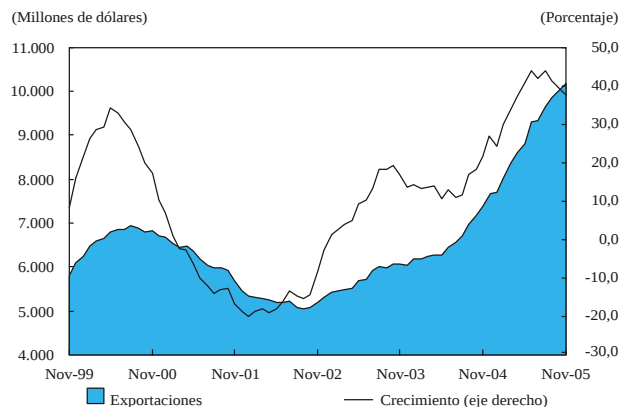
El pobre comportamiento de la industria manufacturera ha influenciado de forma importante el agregado de los sectores transables. Es probable, sin embargo, que el crecimiento industrial reportado por el DANE para 2005 sea revisado al alza en los próximos meses, en particular en lo que concierne a los sectores altamente exportadores³. En el tercer trimestre de 2005, la aceleración del grupo de sectores transables se explica por el aumento en la producción de bienes agropecuarios, particularmente del café.

En el tercer trimestre, los sectores no transables (servicios a los hogares, construcción, comercio, reparación, restaurantes y hoteles, transporte terrestre y

³ En la actualidad, el DANE se encuentra haciendo una evaluación de la metodología para el cálculo de la producción industrial, cuyos resultados deberían conocerse a finales del primer trimestre de 2006.

GRÁFICO 21

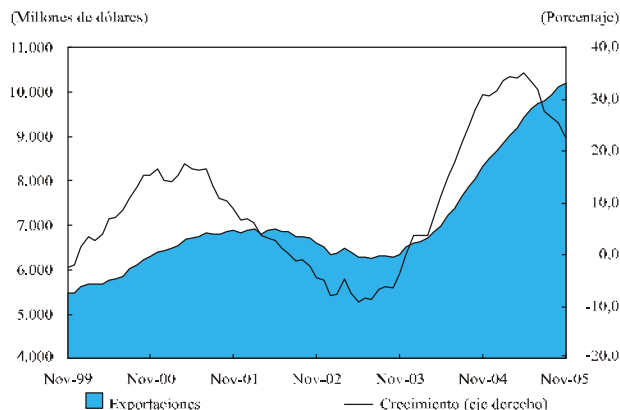
EXPORTACIONES TRADICIONALES (ACUMULADO 12 MESES)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 22

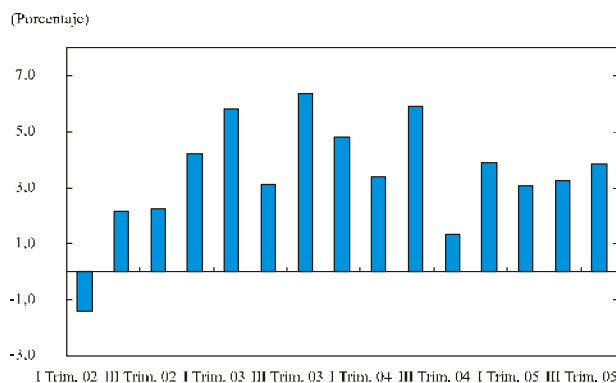
EXPORTACIONES NO TRADICIONALES (ACUMULADO 12 MESES)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

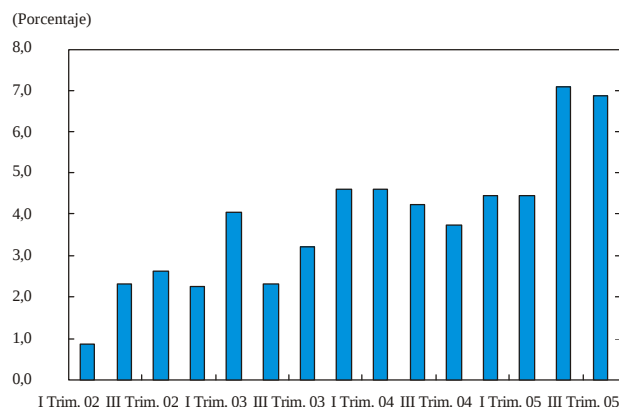
GRÁFICO 23

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB REAL DE TRANSABLES



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB REAL DE NO TRANSABLES



Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

comunicaciones, establecimientos financieros, seguros, inmuebles, y servicios sociales comunales y personales) continuaron siendo los más dinámicos y crecieron a un ritmo cercano al 7,0% por segundo trimestre consecutivo (Gráfico 24). La expansión de este grupo ha estado estrechamente asociada con la fortaleza de la demanda interna y a las buenas condiciones que la acompañan como la amplia disponibilidad de crédito y la mejoría de empleo, entre otros.

Los sectores no transables privados mostraron un desempeño bastante favorable, al crecer 6,1%, y aún más lo hicieron los sectores no transables públicos (construcción de obras civiles y servicios del Gobierno) cuyo crecimiento anual fue de 9,0% en el tercer trimestre. En este período sobresalió el sector comercio (9,0%). Su expansión está rela-

cionada con el comportamiento de las importaciones, así como con las condiciones internas favorables ya mencionadas.

En el grupo de no transables también conviene destacar el comportamiento de la construcción de vivienda, la cual continuó expandiéndose a un ritmo alto (6,7%). Salvo algunos debilitamientos transitorios, su alto dinamismo se ha mantenido por cerca de cuatro años. Aún así, en términos per cápita, esta actividad todavía no alcanza los niveles de producción previos a la crisis de finales de los años noventa.

3. Crecimiento de la economía en el cuarto trimestre de 2005

No se espera un cambio importante en las tendencias de crecimiento anual para el último trimestre de 2005, aunque no se descarta una desaceleración frente al dato reportado por el DANE para el segundo y tercer trimestres. Ello obedecería a que, en el cuarto trimestre, se tendría una base de comparación más alta, en particular para algunos sectores no transables como el comercio y la construcción de obras civiles, así como para sectores transables como café y la industria manufacturera.

De acuerdo con los modelos de corto plazo del Banco de la República, el PIB crecería a una tasa anual 4,4% en este período, con lo cual el crecimiento para 2005 sería de 4,9% (Cuadro 2). Los sectores no transables de la economía volverían a ser los más dinámicos (4,9%). Respecto a los sectores transables, se proyecta crecimiento de 3,5%, un poco por encima del promedio del año. De confirmarse estos pronósticos, la economía colombiana completaría tres años consecutivos creciendo a tasas de 4,0% o más. En estos tres años la demanda interna habría crecido a una tasa anual de 6,3% en promedio.

La economía colombiana completa tres años creciendo a tasas de 4% o más con una expansión de la demanda interna mayor que el 6%, en promedio.

**CRECIMIENTO SECTORIAL DEL PIB REAL
(PORCENTAJE)**

	2004	2005				Año
		I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,5	2,9	2,6	3,1	2,8	2,9
Explotación de minas y canteras	2,2	5,3	2,1	3,1	3,5	3,5
Electricidad, gas y agua	2,8	0,6	4,7	4,9	3,5	3,4
Industria manufacturera	4,8	(0,8)	5,0	3,0	1,6	2,2
Construcción	9,7	10,7	7,5	16,1	5,8	10,0
Edificaciones	30,3	(2,2)	8,7	6,7	2,0	3,7
Obras civiles	(19,2)	44,7	5,0	37,9	13,5	24,2
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,8	7,8	11,1	8,9	7,5	8,8
Transporte, almacenamiento y comunicación	5,1	3,9	5,3	5,9	6,4	5,4
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	4,3	(2,5)	9,9	4,9	2,6	3,6
Servicios sociales, comunales y personales	2,7	3,1	6,5	4,3	3,0	4,2
Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente	12,2	(13,4)	50,7	12,1	4,5	9,9
Subtotal valor agregado	3,8	3,3	4,9	4,9	3,7	4,2
PIB	4,0	3,9	5,6	5,7	4,4	4,9
Impuestos menos subsidios	6,9	12,0	15,2	16,6	13,6	14,4
Servicios financieros netos de SIFMI (*)	1,9	1,9	(0,3)	2,3	1,8	1,4
Transables	3,6	3,1	3,2	3,9	3,5	3,4
No transables	4,3	4,4	7,1	6,9	4,9	5,8

(*) Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente.
Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

C. AGREGADOS MONETARIOS, CRÉDITO Y TASAS DE INTERÉS

1. Agregados monetarios

En el último trimestre de 2005, el Emisor mantuvo inalteradas sus tasas de intervención y continuó con la política de mantener cerradas las ventanillas de las operaciones Repo de contracción. Adicionalmente, el Banco de la República decidió no entregar liquidez de largo plazo (Repos a 90 y 120 días), como había sido habitual en los últimos meses de cada año. En su lugar, el Banco otorgó liquidez a través de la intervención cambiaria discrecional principalmente, tal como lo hizo a lo largo del año.

Las fuentes de expansión y contracción de la liquidez primaria en 2005 se resumen en el Cuadro 3. Los mayores efectos expansionista se concentraron en la intervención discrecional (\$10,8 billones (b)) y en la compra de títulos de deuda pública (TES) (\$5,2 b). Por el contrario, la contracción se hizo primordialmente a través de la venta de TES por \$4 b y de divisas al gobierno por \$7,5 b. El resultado final fue un crecimiento de la base monetaria de más de \$3,5 b, equivalente a una tasa anual de 20,8%.

En el último trimestre de 2005 el Banco de la República mantuvo inalterados sus tasas de intervención.

FUENTES DE LA BASE MONETARIA
(MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Variación anual		
	Dic-03	Dic-04	Dic-05
I. Gobierno	914	(236)	(2.636)
Traslado utilidades ^{1/}	830	803	0
Pesos	830	803	0
Depósitos en el Banco de la República	83	(1.039)	(2.636)
II. TES Regulación	568	(2.524)	897
Compras definitivas	893	1.023	5.230
Ventas definitivas		(2.972)	(4.000)
Vencimiento	(325)	(575)	(334)
III. Repos	1.492	(1.058)	1.539
Expansión ^{2/}	1.386	(1.086)	1.539
Contracción	106	28	0
IV. Divisas	(703)	6.194	3.239
Opciones de acumulación	(703)	4.183	0
Intervención discrecional	0	3.264	10.757
Venta de divisas al Gobierno	0	(1.252)	(7.519)
V. Otros ^{3/}	239	272	505
Variación total de la base	2.510	2.647	3.543
Saldo de la base	16.615	19.262	22.805

^{1/} En el año 2003, de los \$1.483 mm que se le trasladaron al Gobierno por utilidades, \$651 mm (US\$220 m) se realizaron en divisas, por lo que no tiene efecto expansionista. Del mismo modo en 2005, la totalidad de utilidades entregadas al Gobierno \$454mm (US\$195,9 m) fueron en dólares.

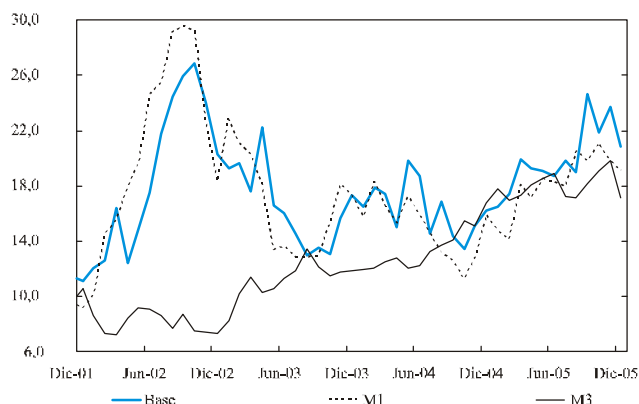
^{2/} Incluye repos a un día, *Overnight*, y a mediano plazo.

^{3/} Entre otros, se encuentra el efecto monetario del P y G del Banco de la República, los vencimientos de TES A, la recuperación de cartera y las inversiones del Banco de la República.

Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 25

AGREGADOS MONETARIOS, TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL



Fuente: Banco de la República.

Con esta inyección de liquidez, los agregados monetarios tendieron a acelerarse a lo largo del año, aunque en los últimos meses esta tendencia se moderó (Gráfico 25). La base monetaria fue el agregado de mayor crecimiento y aceleración en los últimos doce meses M3 fue el de menor. La dinámica del M3 estuvo explicada principalmente por el ahorro financiero privado, que crecía a una tasa anual superior al 22,0% a noviembre. Mientras tanto, el M3 público crecía 10,7%. De otro lado, en 2005 continuó la recomposición del M3 en favor de cuentas de ahorro y en contra de certificados de depósito a término (CDT), tendencia que se viene presentado desde el año 2000.

2. Crédito

La cartera nominal bruta (en moneda legal) experimentó dos comportamientos distintos a lo largo de 2005. En el primer semestre la cartera se aceleró, al pasar de 9,9%, en diciembre de 2004, a 14,3% en junio de 2005. En el segundo semestre, se revirtió esta tendencia, cerrando el año 2005 con un crecimiento de 11,2% (Gráfico 26). Por su parte, la cartera en moneda extranjera creció, a diciembre de este año, a un ritmo anual de 37,1%, inferior al de hace un año (53,9%).

El desempeño de la cartera por tipo de crédito fue bastante dispar. Mientras la comercial perdió impulso, sobre todo en la segunda mitad del año, la de consumo y microcrédito mostraron un gran dinamismo. La hipotecaria continuó su contracción, aunque cada vez a un menor ritmo⁴ (Gráfico 26). Así, la cartera comercial, con cerca de 56% de la cartera bruta, fue la que determinó, en gran medida, la dinámica de la cartera total. Respecto al crédito de consumo, su dinamismo en el último año y medio está estrechamente relacionado con la recuperación del consumo privado y la significativa caída de las tasas de interés para este tipo de crédito⁵.

No deja de extrañar que en momentos en que la economía exhibe un importante dinamismo, la cartera comercial tienda a desacelerarse y mantenga tasas de crecimiento muy por debajo del promedio. Como se reseñó en el informe anterior, desde hace varios trimestres el crédito bancario parece venir perdiendo terreno como fuente de financiamiento del gasto y la inversión de las firmas frente a otras alternativas. El Cuadro 4 muestra que, durante los primeros nueve meses de 2005, las obligaciones financieras de las empresas no financieras redujeron su participación de 46,3% en el primer trimestre a cerca de 40% en el tercer trimestre. Este espacio ha sido parcialmente ocupado por la emisión de papeles de las firmas, el crédito directo con proveedores y la reinversión de utilidades.

3. Tasas de interés

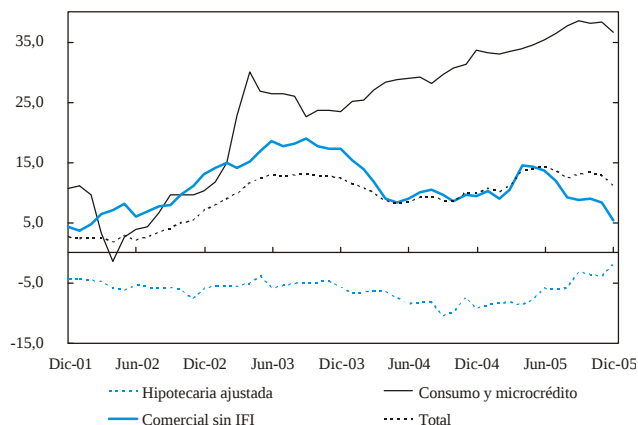
Aunque el Banco de la República no redujo las tasas de intervención en el último trimestre (la tasa oficial se mantuvo en 6%), las tasas pasivas y activas continua-

Las tasas de interés pasivas y activas continuaron disminuyendo en términos nominales y reales, situándose por debajo de sus promedios históricos.

GRÁFICO 26

CARTERA BRUTA (M/L)

(Crecimiento porcentual anual)



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos del Banco de la República.

⁴ Todo parece indicar que los potenciales compradores de vivienda siguen rehusando el crédito hipotecario y prefieren otras fuentes de recursos como son los ahorros propios, las transferencias del exterior, los créditos blandos tomados de cooperativas o de fondos de empleados e, incluso, el *leasing* habitacional, el cual ha venido ganando profundidad últimamente.

⁵ Véase la siguiente sección.

**FUENTES DE FINANCIAMIENTO DE LAS ENTIDADES NO FINANCIERAS
COMO PORCENTAJE DEL AGREGADO**

	2005		
	I Trim.	II Trim.	III Trim.
Obligaciones financieras totales	46,33	43,08	40,28
Otras fuentes de financiación	53,67	56,92	59,72
Bonos y papeles comerciales totales	36,59	39,01	36,76
Proveedores	12,88	13,23	13,16
Reinversión utilidades	4,20	4,68	9,80

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos del Banco de la República.

ron disminuyendo en términos nominales. En efecto, la DTF se situó en diciembre de 2005 en 6,3%, 54 pb menos que en septiembre y 146 pb por debajo de diciembre de 2004. Por su parte, la tasa interbancaria (TIB) se situó en diciembre en 5,6%, por debajo del nivel de septiembre (6,0%) y diciembre de 2004 (6,7%). Desde la última modificación de las tasas de intervención del Emisor (16 de septiembre de 2005), la TIB se ha mantenido continuamente por debajo de la tasa mínima de expansión (Gráfico 27).

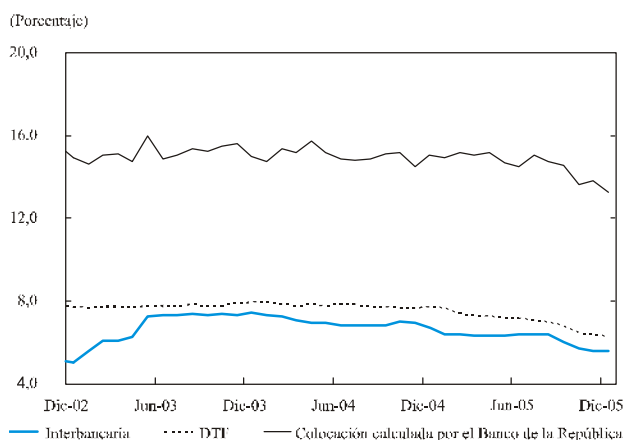
Las caídas de las tasas nominales indujeron reducciones de las tasas reales en 2005, haciendo que éstas se situaran muy por debajo de sus promedios históricos. Así, la DTF real en diciembre fue de 1,4% frente a un promedio histórico de 5,2% entre 1986 y 2005.

Algo similar, e incluso de mayor intensidad, sucedió con las tasas activas nominales y reales. La tasa de colocación se calcula el Banco de la República se contrajo

132 pb en términos nominales en el último año. Sus niveles nominal y real en diciembre eran 13,3% y 8,0%, respectivamente. En el caso del crédito de consumo, por ejemplo, la reducción nominal en 2005 fue de 228 pb y la real fue de 144 pb. Su nivel actual, en términos reales, es de 17,0%, frente a 21,2% del promedio histórico entre 1998 y 2005.

GRÁFICO 27

TASAS DE INTERÉS NOMINALES



Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos del Banco de la República.

4. Mercado de deuda interna y de otros activos

Al igual que las otras tasas de mercado, las tasas de interés de los títulos de deuda pública del Gobierno experimentaron una tendencia a la baja en los primeros nueve meses del año pasado, interrumpida por cortos períodos de repuntes (Gráfico 28). Aún así, en el último trimestre de 2005, el mercado de deuda pública

interna se mostró muy volátil como resultado de mayores temores sobre un posible endurecimiento de las políticas monetarias en Europa y los Estados Unidos. Esta volatilidad, de todas maneras, tendió a ser neutralizada por los buenos resultados de inflación en Colombia y por el buen desempeño económico en general.

En el año que terminó, la curva de rendimientos de los TES se aplanó. Las tasas de interés de largo plazo cayeron más que las de corto plazo. El *aplanamiento* se acentuó en los últimos dos meses al presentarse un ligero repunte en las tasas del tramo corto de la curva. El rendimiento de los TES con vencimiento en septiembre de 2014 cayó 400 pb durante 2005, mientras que el del título con vencimiento en julio de 2006 sólo se contrajo 290 pb. La tasa para el primero de estos papeles se situaba, a mediados de enero, en 8,13% el nivel más bajo desde que se efectúan emisiones de títulos de largo plazo⁶.

De otra parte, Colombia se consolidó en los dos últimos años como una de las plazas bursátiles más dinámicas del mundo. El índice general de la Bolsa de Colombia (IGBC) alcanzó una valorización de 85,6% en 2004 y de 115,2% en 2005⁷. El último trimestre del año pasado fue el de mayor apreciación (32,5%). En lo corrido del presente año el IGBC continuó su senda de crecimiento rompiendo el 12 de enero el techo de los 10.000 puntos y logrando, en las primeros dos semanas de 2006, una valorización adicional de 2% (Gráfico 29).

Este gran comportamiento de la Bolsa está asociado, en particular, con múltiples compras y fusiones de firmas que dinamizaron el mercado. A ello también contribuyó la mayor confianza derivada del aumento de las condiciones de seguridad y el aumento de las utilidades empresariales, gracias al buen desempeño económico.

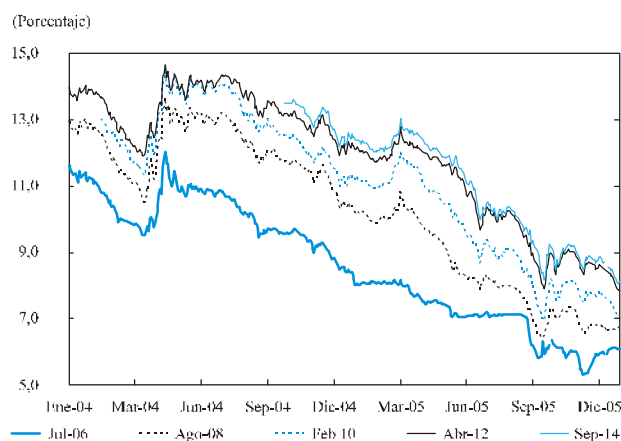
Algunos indicadores sugieren que la valoración de las acciones está llegando a su límite. Así lo sugieren indicadores como la Q-Tobin (valor del mercado/valor patrimonial) (Gráfico 30) que muestra que, en la

⁶ En la primera mitad de enero de 2006 se ha venido acentuando la tendencia de aplanamiento de la curva de rendimiento de los TES. La tasa de los títulos con vencimiento septiembre de 2014 alcanzó 8,1% en el mercado secundario. Por su parte, la tasa de corto plazo correspondiente a junio de 2006 (6,1%), siguió repuntando, y se alejó de su mínimo nivel alcanzado en noviembre 28 de 2005 (5,31%).

⁷ La rentabilidad del mercado de acciones logradas a lo largo del año 2004 y 2005 no son las más altas de la historia. Entre el año 1991 y 1992 se alcanzaron, en la Bolsa de Bogotá, valorizaciones anuales por varios meses que superaron el 200%.

GRÁFICO 28

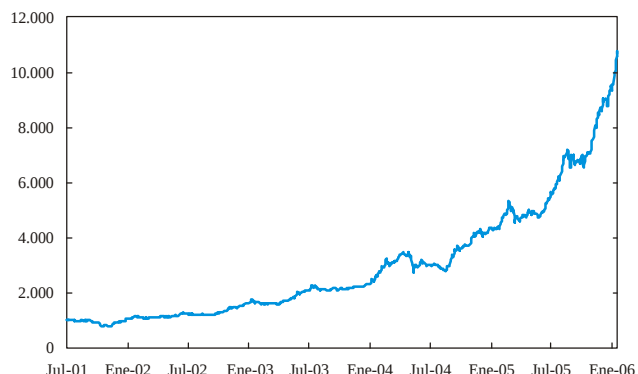
TASAS DE INTERÉS NOMINALES DE TES (*) EN EL MERCADO SECUNDARIO



(*) Información a 17 de enero de 2006.
Fuente: SEN, Banco de la República.

GRÁFICO 29

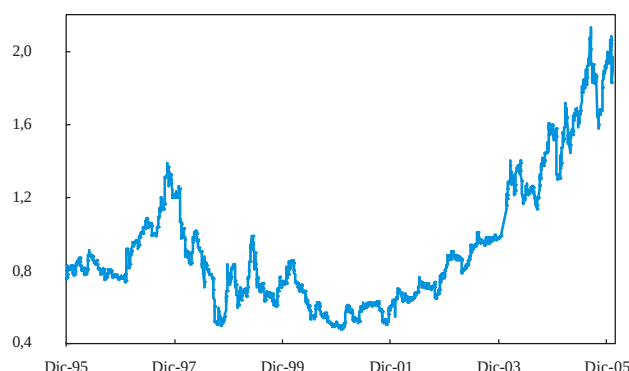
ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA (*) (BASE JULIO 3 DE 2001 = 1.000)



(*) Información a 18 de enero de 2006.
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

GRÁFICO 30

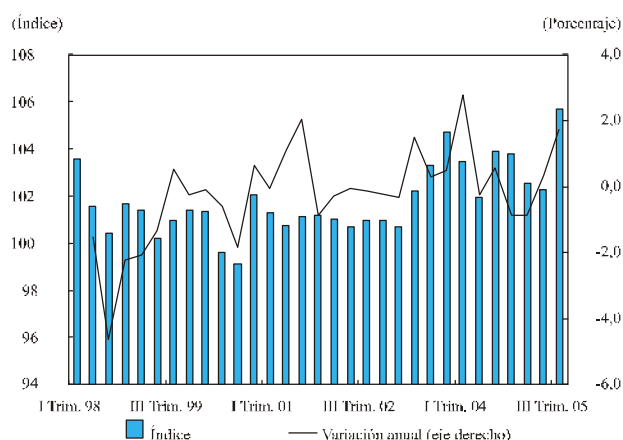
ÍNDICE DE Q DE TOBIN (*)



(*) Información a 13 de enero de 2006.
Fuente: Corfinsura.

GRÁFICO 31

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA NUEVA



Fuente: DANE.

actualidad, el valor accionario ronda dos veces el valor contable.

Al parecer, el gran desempeño de los activos nacionales señalado anteriormente no se ha observado en el mercado de vivienda, o por lo menos no en forma generalizada como lo sugiere el indicador sobre precios de vivienda nueva en las principales 23 ciudades, calculado por el DANE. Como se observa en el Gráfico 31, el crecimiento de los precios era de tan solo 2,2% anual a octubre de 2005, lo que supone un desempeño negativo en términos reales. Las series del Departamento Nacional de Planeación (DNP) para los precios de la vivienda en Bogotá y Medellín ofrecen resultados similares.

D. UTILIZACIÓN DEL FACTOR TRABAJO Y EL MERCADO LABORAL

Al evaluar el crecimiento no inflacionario y los excesos de capacidad productiva de la economía, una variable central es el comportamiento de la productividad. Como se señaló extensamente en el informe anterior, esta tarea no es fácil y sólo se puede obtener de manera indirecta mediante el uso de otras variables.

En la literatura internacional es común encontrar como indicador de esta variable fundamental el producto por trabajador. Sin embargo esta medida no es adecuada ya que sus variaciones no son atribuibles únicamente a cambios en la productividad. Por ejemplo, un aumento

en el producto por trabajador puede ser explicado por una mayor utilización del factor trabajo (las personas trabajan más horas a la semana). Para evitar este tipo de imprecisiones, y siguiendo la estrategia definida en el informe de septiembre pasado, se escogió el producto por hora trabajada como medida de la productividad.

1. Evolución reciente del productor por trabajador y de la productividad en Colombia

Con la información contenida en las Cuentas nacionales y en la encuesta continua de hogares (ECH), se calcula el producto por trabajador, excluyendo los servicios del Gobierno, a nivel nacional y urbano⁸. El Gráfico 32 presenta información

⁸ Producto por trabajador nacional se define como el PIB excluyendo los servicios del Gobierno. Se considera la población ocupada a nivel nacional excepto los obreros y empleados del Gobierno.

observada al tercer trimestre de 2005 y el pronóstico para los últimos tres meses del año⁹. Se observa que el factor trabajo se ha venido utilizando de manera más intensiva desde 2004. Para la segunda mitad del año 2005 se espera que esta tendencia se mantenga.

Para explicar el aumento en el producto por trabajador se examina la hipótesis de un aumento en la productividad del trabajo. La información de Cuentas nacionales y de la ECH muestra un incremento del producto urbano por hora trabajada¹⁰ a partir de 2004 sugiriendo un aumento en la productividad (Gráfico 33). En el primer semestre del año, el producto por hora trabajada aumentó 0,4% anual. Teniendo en cuenta la información observada al tercer trimestre del año (el PIB urbano aumentó 6,6% mientras que las horas trabajadas crecieron 3,4%), y el pronóstico de crecimiento del PIB urbano para el cuarto trimestre del año (4,9% anual) del Banco de la República, se espera que la productividad se incremente 2,4% en el segundo semestre de 2005. De esta manera, el producto urbano por hora trabajada crecería 1,2% frente al calculado para 2004.

Los indicadores sectoriales sugieren que los incrementos en la productividad del trabajo también han ocurrido en los sectores no transables. Con la información disponible a septiembre de 2005 y el pronóstico de crecimiento para el último trimestre del año, se proyecta un crecimiento de la productividad de 0,7% en el sector de la construcción (Gráfico 34) y de 11,0% en los servicios financieros (Gráfico 35) para 2005.

Así mismo, la información disponible a octubre muestra que las ventas reales por trabajador en el comercio

Para el producto por trabajador urbano se excluyen además la producción agropecuaria y de minas y canteras, y se considera la población ocupada de 13 ciudades excepto los obreros y empleados del Gobierno.

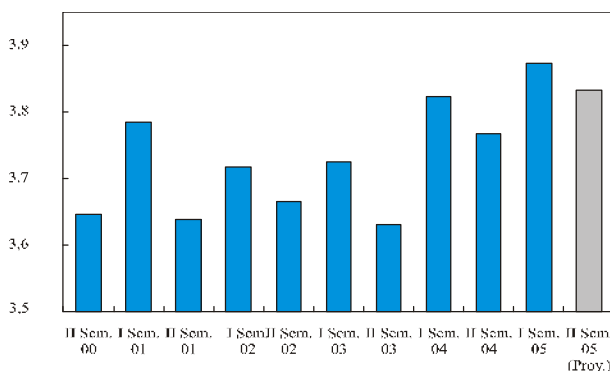
⁹ El pronóstico se hace con base en el crecimiento esperado del PIB por la Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE) del Banco de la República. El pronóstico de crecimiento del número de ocupados es consistente con el ejercicio de estimación del crecimiento del producto potencial utilizando la metodología de la función de producción.

¹⁰ Para este cálculo se utiliza la información de las horas totales trabajadas por los ocupados en las 13 principales áreas urbanas excluyendo a los empleados y obreros del Gobierno.

GRÁFICO 32

PRODUCTO POR TRABAJADOR URBANO (*)

(Millones de pesos de 1994)

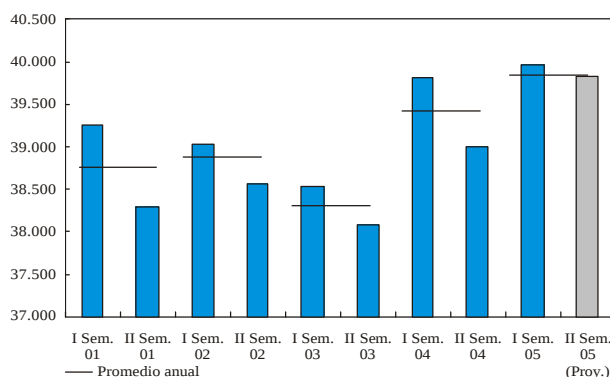


(*) PIB excluidos los servicios del Gobierno, agricultura y minería. Proyección del Banco de la República.
Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 33

PRODUCTO URBANO POR HORA TRABAJADA (*)

(Pesos de 1994)

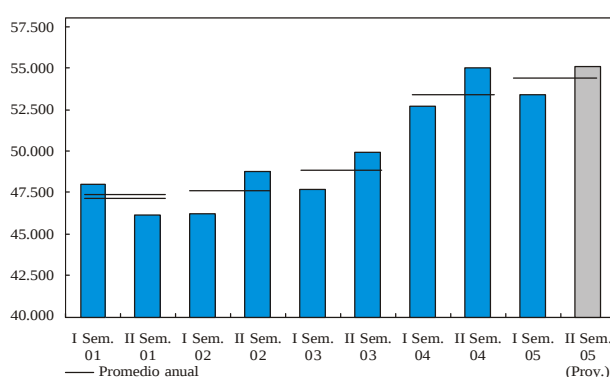


(*) PIB excluidos los servicios del Gobierno, agricultura y minería. Proyección del Banco de la República.
Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 34

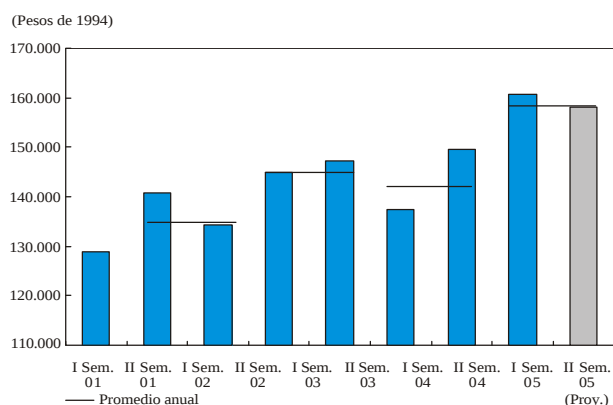
PRODUCTO POR HORA TRABAJADA, CONSTRUCCIÓN

(Pesos de 1994)



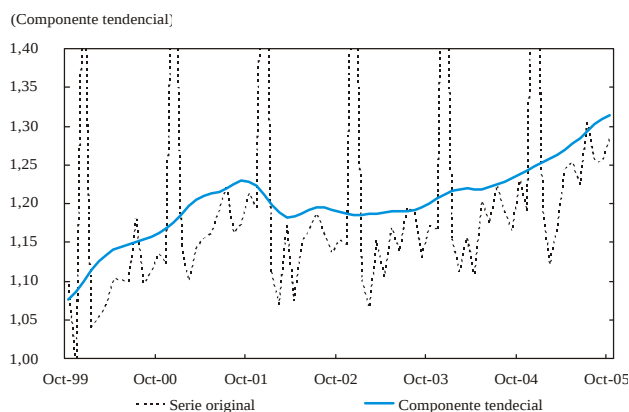
Nota: Proyección del Banco de la República.
Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 35

**PRODUCTO POR HORA TRABAJADA,
SERVICIOS FINANCIEROS**


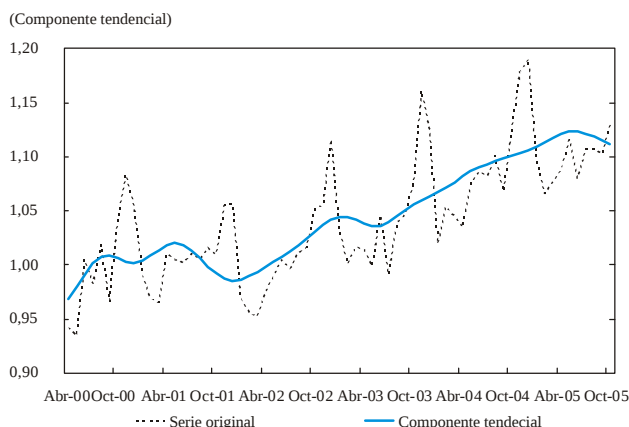
Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 36

COMERCIO: VENTAS REALES POR TRABAJADOR


Fuente: DANE, Muestra mensual de comercio al por menor.

GRÁFICO 37

PRODUCTO POR HORA TRABAJADA EN LA INDUSTRIA


Fuente: DANE - Muestra mensual manufacturera.

al por menor mantienen la tendencia creciente observada desde la segunda mitad de 2003 (Gráfico 36). Por el contrario, la productividad de la industria manufacturera presenta un ligero declive desde julio de 2005 (Gráfico 37). Si embargo, su nivel para 2005 seguía por encima del observado en 2004. Dadas las altas tasas de inversión en maquinaria y equipo que se han observado en los últimos años (las importaciones de bienes industriales para la industria aumentaron 65,3% entre 2003 y 2005) se espera que la productividad del trabajo en la industria manufacturera retorne a su senda creciente en los próximos meses. Además, como ya se señaló, no se descarta una revisión al alza del crecimiento de la producción industrial real en 2005, lo que podría elevar los estimativos de productividad del trabajo para este año.

En general, los indicadores presentados señalan un aumento de la productividad del trabajo (que depende de la relación capital trabajo y de la PTF) a lo largo de 2005. Esto implicaría un aumento de la tasa de crecimiento del producto no inflacionario o potencial. No obstante conviene señalar que las cifras sobre las que se basan las conclusiones anteriores suelen ser objeto de revisiones importantes, por lo que los cálculos presentados pueden variar sensiblemente. Así mismo, existe evidencia empírica para el caso de la industria colombiana según la cual las medidas de productividad son sesgadas debido a la presencia de poder de mercado, rendimientos crecientes a escala y cambios en la utilización de la capacidad instalada¹¹.

2. El mercado laboral

La información existente sugiere que el mercado laboral se mantiene holgado. Este juicio se hace con base en el comportamiento de los salarios, el costo laboral unitario (que se comentan más adelante), la dinámica del desempleo frente a las estimaciones de la Nairu y la evolución de las horas extras y ordinarias pagadas:

¹¹ Ramírez, J. M. et al. (1998). "Reformas comerciales, márgenes de beneficios y productividad en la industria colombiana", en *Revista Planeación y Desarrollo*, Vol. XXIX, No. 3, julio-septiembre.

- La información de la ECH para noviembre indica que las condiciones del mercado laboral urbano mejoran con respecto a los dos años anteriores. La tasa de desempleo disminuyó 2,7 pp frente a la de noviembre de 2003 y 1,7 pp frente a la del mismo mes de 2004¹². Simultáneamente, se ha presentado una reducción en la oferta relativa de trabajo, como lo muestra la disminución de la tasa global de participación en 2,4 pp frente a observada en el mismo mes de 2003¹³. A pesar de lo anterior, la tasa de desempleo aún se mantiene por encima de la tasa de desempleo de inflación estable (Nairu) estimada por el Banco de la República. Esto indicaría que el mercado laboral todavía puede afrontar aumentos en la demanda sin presionar los salarios y los precios.
- El aumento en las horas trabajadas en el tercer trimestre del año (3,4%)¹⁴, reportado por la ECH es menor al registrado en el primer semestre de 2005 (4,7%). Así mismo, el incremento en las horas trabajadas es similar al crecimiento del empleo observado para el mismo período (3,6%)¹⁵. De esta manera, el aumento en las horas totales trabajadas está relacionado con el aumento de la ocupación y no hay razones para suponer que obedece a un uso más intensivo del trabajo. Por otra parte, aunque la tasa de subempleo por insuficiencia de horas trabajadas cayó de 13,0% a 12,1% entre noviembre de 2005 y el mismo mes del año anterior, en niveles, esto sólo representó una reducción de 36 mil subempleados. De esa manera, el Banco de la República espera que el crecimiento de las horas trabajadas en el cuarto trimestre del año, sea similar al aumento del número de ocupados (4,5%).
- Por lo tanto, hasta ahora la demanda de trabajo ha sido suplida, en su mayor parte, por aumentos en las horas ordinarias, lo que confirmaría que el mercado laboral todavía cuenta con una reserva importante de trabajadores para enganchar, sin presionar excesivamente los salarios reales.

La información existente sugiere que el mercado laboral se mantiene holgado.

E. INFLACIÓN A DICIEMBRE Y SUS DETERMINANTES

1. Inflación al consumidor

En 2005 la inflación anual al consumidor fue de 4,9%, 64 pb menor que el valor registrado en diciembre de 2004 (Gráfico 38) y dentro del rango meta fijado por la

¹² Esta disminución corresponde al promedio móvil de orden 3 para las 13 ciudades. Los datos puntuales para el mismo período muestran una caída del desempleo de 14,1% en noviembre de 2003 a 12,1% en año 2006 (2,0 pp).

¹³ Esta disminución corresponde al promedio móvil de orden 3 para las 13 ciudades. Los datos puntuales para el mismo período muestran que la tasa global de participación TGP pasó de 65,4% en noviembre de 2003 a 63,2% en noviembre del presente año.

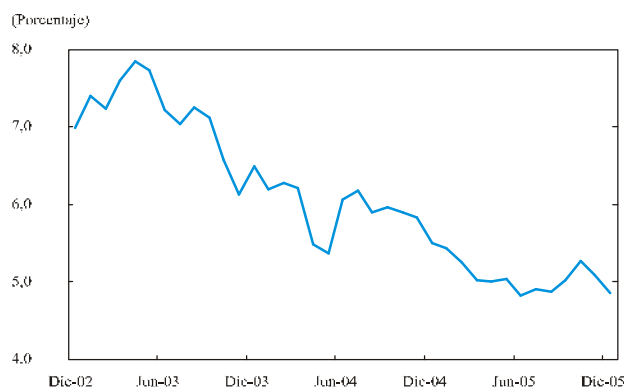
¹⁴ Para el total de ocupados en 13 ciudades excluyendo los obreros y empleados del Gobierno.

¹⁵ Para el total de ocupados en 13 ciudades excluyendo los obreros y empleados del Gobierno.

La caída de la inflación de transables estuvo estrechamente ligada a la apreciación del tipo de cambio.

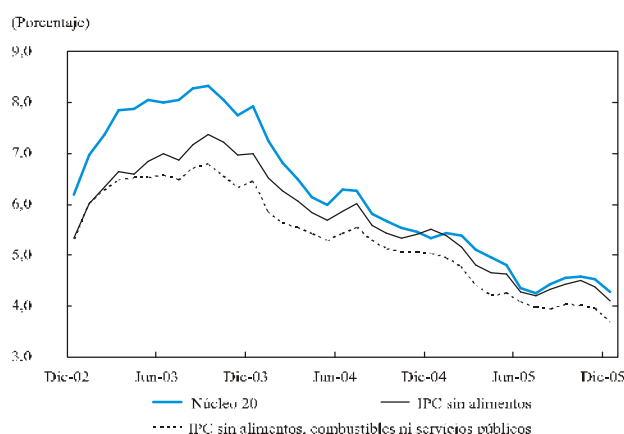
GRÁFICO 38

INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

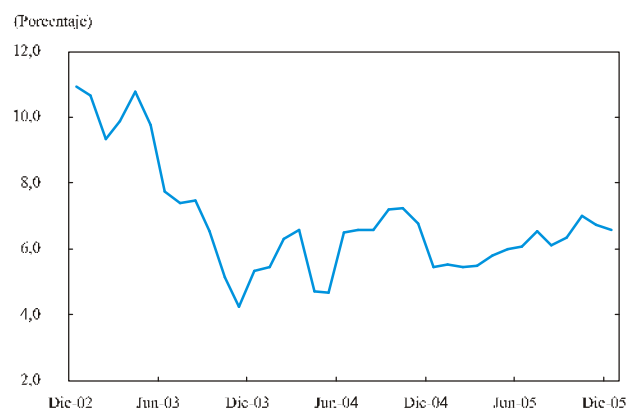
GRÁFICO 39

INDICADORES DE INFLACIÓN BÁSICA
(VARIACIÓN ANUAL)

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 40

IPC DE ALIMENTOS



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

JDBR (entre 4,5 y 5,5%). De esta forma, se completan dos años consecutivos de cumplimiento estricto de las metas de inflación. Durante el cuarto trimestre, la inflación total presentó algunos sobresaltos, impulsada por los precios de los alimentos primarios, pero estos terminaron siendo transitorios. Hacia finales de año también jugó un papel importante los escasos reajustes en los precios de varios servicios regulados.

La reducción de la inflación al consumidor en 2005 fue posible gracias a una caída pronunciada de la inflación sin alimentos, la cual pasó de 5,5% en diciembre 2004 a 4,1% en diciembre de 2005 (Gráfico 39). Por el contrario, para el año completo la inflación de alimentos se incrementó 116 pb, terminando 2005 en 6,6% (Gráfico 40).

Los resultados de la inflación sin alimentos fueron inferiores en 0,4 pp a los pronósticos realizados por el Banco para el informe trimestral de septiembre y los de la inflación de alimentos estuvieron también por debajo de los pronósticos en 0,1 pp. Para el agregado de la inflación total al consumidor, la sobrestimación fue de 0,3 pp.

2. La inflación básica

Además de la inflación sin alimentos, en el último año también se registró una importante caída de los otros dos indicadores de inflación básica: IPC sin alimentos primarios ni regulados y Núcleo 20. El promedio de los tres indicadores (incluyendo IPC sin alimentos) cerró 2005 en 4,0%, 127 pb por debajo del registro de diciembre de 2004 y un nivel mínimo histórico desde que se registran estos datos (Gráfico 39). La mayor parte de la reducción se logró en la primera mitad del año (a julio el promedio alcanzó un nivel de 4,15%). En octubre se observó un ligero repunte que se corrigió posteriormente.

Ateniéndonos a la clasificación utilizada en el *Informe sobre Inflación* y en el modelo central de pronóstico (MMT), el declive en la inflación anual sin alimentos en el año que acaba de terminar, se presentó en todos los grupos, aunque recayó principalmente en la de bienes transables (determinados por el tipo de cambio fundamentalmente) y servicios regulados.

De diciembre de 2004 a diciembre de 2005, la inflación de transables (excluyendo alimentos y regulados) pasó de 3,5% a 2,2% (Gráfico 41), lo que contribuyó a reducir la inflación sin alimentos en 34pb¹⁶ (Cuadro 5). Una contribución aún mayor la hicieron los servicios regulados (41 pb), cuya inflación pasó de 10,2% a 6,7% en el período señalado (Gráfico 42). Las tendencias decrecientes en estos dos grupos ya se venían observando desde 2004.

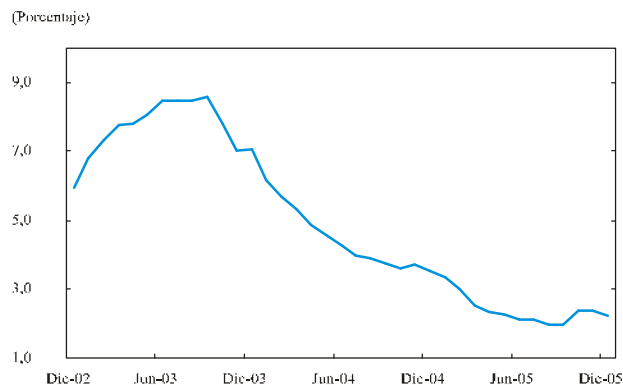
Como ha venido sucediendo desde mediados de 2003, en el último año la caída de la inflación de transables estuvo estrechamente ligada a la apreciación del tipo de cambio nominal (de 11,7% en promedio durante 2005). Debido a que el grueso de la apreciación ocurrió en 2004 y comienzos de 2005, el decrecimiento de los transables se concentró en la primera mitad del año. Durante el segundo semestre, salvo un repunte leve la inflación, se mantuvo prácticamente inalterada, lo cual es consistente con la mayor estabilidad mostrada por el tipo de cambio.

Por otra parte, la disminución de la inflación de regulados se presentó en sus tres componentes principales: combustibles, servicios públicos y transporte público (Gráfico 43). Pese a los reajustes presentados en el precio de los combustibles en 2005, estos fueron menores que los de

¹⁶ Hace referencia a la contribución a la desaceleración, es decir, tiene en cuenta el peso en la canasta.

GRÁFICO 41

IPC DE TRANSABLES EXCLUIDOS ALIMENTOS Y REGULADOS (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

CUADRO 5

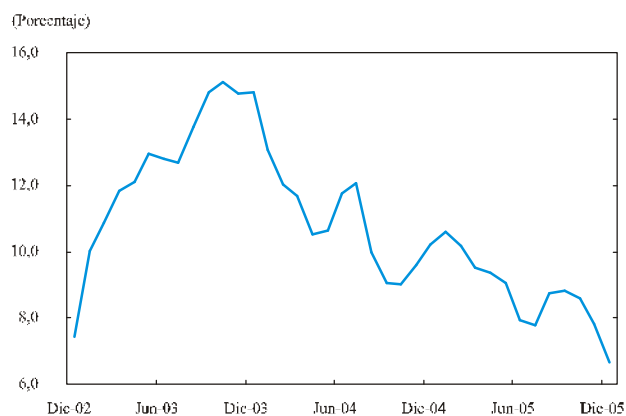
CONTRIBUCIÓN A LA ACELERACIÓN

	Contribución		
	2004	2005	a la aceleración
Total	5,5	4,9	(0,6)
Alimentos	1,6	2,0	0,3
IPC sin alimentos	3,9	2,9	(1,0)
IPC SA transable	0,9	0,6	(0,3)
IPC SA no transable	1,7	1,5	(0,2)
IPC SA regulado	1,3	0,9	(0,4)

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 42

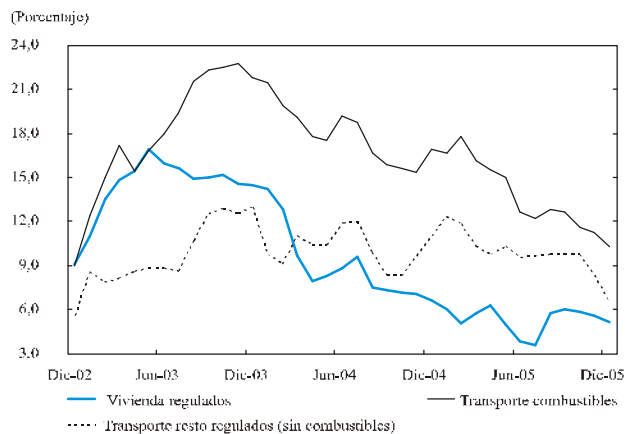
IPC DE REGULADOS EXCLUIDOS ALIMENTOS (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

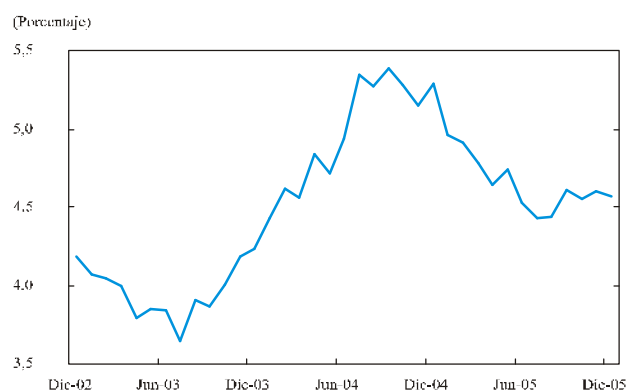
GRÁFICO 43

IPC DE SERVICIOS PÚBLICOS (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

**IPC DE NO TRANSABLES, EXCLUIDOS
ALIMENTOS Y REGULADOS
(VARIACIÓN ANUAL)**



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

un año atrás, lo que permitió la caída del indicador (de 16,9% en diciembre 2004 a 10,3% en diciembre 2005).

En transporte público se presentó una reducción aún mayor en su inflación anual (430 pb en todo el año) que fue posible por el aumento moderado o casi nulo de las tarifas del servicio para Bogotá, especialmente durante el último trimestre de 2005 (período para el cual usualmente ha habido incrementos). Este buen comportamiento no deja de sorprender, debido a los reajustes acumulados en el precio de los combustibles durante los dos últimos años y por lo tanto no se puede descartar que el buen resultado de finales de año sea efecto de la postergación de los reajustes para el primero o segundo trimestres de 2006.

Con respecto a los servicios públicos, las reducciones que se presentaron en la inflación anual fueron considerables, aunque inferiores a las registradas en 2004. En diciembre de 2005 la inflación para el subgrupo fue de 5,2% frente a 6,7% en 2004 y 14,5% en 2003. De esta forma, los reajustes en las tarifas de esta subcanasta parecen haber ido evolucionando gradualmente hacia niveles más acordes con las metas del Banco, después de varios años de ajustes muy por encima de ellas como resultado del desmonte de subsidios, entre otras razones. Todo parece indicar que la adopción de nuevas fórmulas tarifarias a finales de 2005 sería compatible con incrementos más moderados en dichos precios para los próximos dos años.

Por su parte, la inflación anual de no transables (excluyendo alimentos y regulados) también se disminuyó, aunque en una menor proporción. La cifra para diciembre de 2005 fue 4,6% frente a 5,3% registrada un año atrás (Gráfico 44) y su contribución a la reducción de la inflación sin alimentos fue de 23 pb (Cuadro 5). A diferencia de los transables y regulados, en este caso sí se presentó un quiebre de las tendencias en 2005 que no fue anticipado completamente en el informe de inflación de comienzos de ese año y que contrasta con el aumento observado entre mediados de 2003 y finales de 2004.

En 2005, la reducción de inflación de no transables (sin alimentos ni regulados) también se concentró en la primera mitad del año. Dicho comportamiento, sin embargo, parece estar más relacionado con la forma como se revisan precios en dicho subsector de la economía: el alto grado de indización en estos sectores hace que los cambios en precios tiendan a concentrarse a comienzos de año¹⁷.

Pese a la tendencia decreciente, en la inflación anual de este subgrupo también se observaron algunos sobresaltos en el tercer trimestre que se corrigieron a finales

La inflación de no transables también disminuyó, especialmente en la primera mitad del año.

¹⁷ Desde 1999, el 59% de los ajustes anuales en el subgrupo de no transables se efectúan en el primer trimestre del cada año y el 81% en el primer semestre, en promedio.

de año. En general, la disminución del primer semestre fue mayor que la esperada y no ha sido plenamente explicada por los modelos del Banco. Ella es atribuible tanto a arriendos (con una reducción de 65 pb) como al “resto” de componentes (que se redujo 107 pb).

En el caso de arriendos, conviene recordar que la inflación anual de este componente había exhibido una tendencia creciente desde 2001 y hasta finales de 2004. Sin embargo, durante 2005 dicha tendencia se interrumpió e incluso dio señales de revertirse, en especial durante el tercero y cuarto trimestres. En diciembre se situó en 4,1%, 60 pb por debajo del dato de 2004. Dada la alta ponderación que este precio tiene en la canasta el consumidor (20,7%) y el nivel muy cercano a las metas, su comportamiento será decisivo para determinar el rumbo de la inflación básica y no transable en 2006 (Gráfico 45).

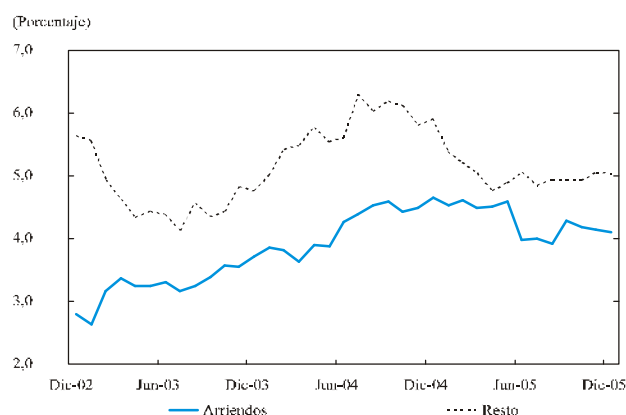
En el subgrupo de no transables denominado “resto”, dentro de los que se encuentra un buen número de precio de servicios como el de enseñanza, servicios médicos, entre otros, las reducciones también fueron generalizadas e importantes (Gráfico 45).

3. La inflación de alimentos

En 2005, el comportamiento de la inflación de alimentos estuvo parcialmente dentro de lo esperado en los informes de finales de 2004 y comienzo de año. Su tendencia fue creciente hasta octubre, cuando la inflación alcanzó un pico de 7%, y posteriormente decreció hasta a finales de año (Gráfico 40). Aún así, inicialmente los modelos del Banco sugerían una reducción más temprana y sobre todo un valor menor en diciembre al que finalmente se observó.

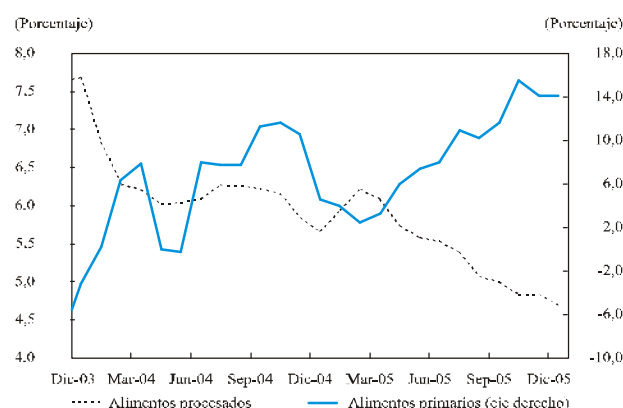
El comportamiento fue más atípico en el caso de los alimentos primarios. Como se explicó en el informe del trimestre pasado, los precios de los alimentos primarios suelen subir en la primera mitad del año, para luego disminuir en la segunda mitad, gracias a la mayor oferta. Sin embargo, hasta octubre de 2005 no se había presentado este fenómeno claramente. Dentro de las diferentes razones que aparentemente ocasionaron este comportamiento se encuentra una posible reducción importante del área sembrada en muchos de los cultivos, durante la segunda mitad de 2004 y la primera de 2005. Ello redujo la oferta disponible forzando aumentos en precios en períodos donde usualmente caen. Dicho fenómeno explica la inflación anual alta de alimentos primarios para diciembre de 2005 (14,1%), considerablemente mayor que la registrada en el mismo mes de 2004 (4,5%) (Gráfico 46).

**DESCOMPOSICIÓN DEL IPC DE NO TRANSABLES
(SIN ALIMENTOS NI REGULADOS)
(VARIACIÓN ANUAL)**



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

**INFLACIÓN ANUAL DE ALIMENTOS
PRIMARIOS Y PROCESADOS**



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

En octubre se interrumpió la tendencia creciente de la inflación de alimentos.

Por el contrario, la inflación de los alimentos procesados mostró una tendencia decreciente a lo largo del año. Dentro de las causas de este desempeño favorable sobresale la caída en los precios internacionales y la apreciación tasa de cambio, factores que frenaron los aumentos en precios de alimentos importados como cereales y aceites. La reducción de la inflación de este grupo fue de 97 pb finalizando en diciembre de 2005 en 4,7% (Gráfico 46).

F. CANALES DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN EN 2005

En 2005, incluido el cuarto trimestre, la inflación estuvo determinada por cuatro factores fundamentales: los excesos de capacidad productiva, los costos y salarios, las expectativas y el tipo de cambio nominal. Estas variables tienen estrecha relación con los principales canales de transmisión de la política monetaria.

El principal determinante de la inflación de bienes transables fue la apreciación del tipo de cambio, factor que, pudo haber influido, a su vez, en los precios de otros rubros a través de su efecto sobre las expectativas de inflación. Durante 2005 no se observaron fuertes presiones inflacionarias provenientes de la demanda, sin embargo, no se descarta que los excesos de capacidad cada vez más reducidos hayan impedido caídas adicionales en la inflación de no transables sin alimentos y sin regulados.

Otro de los elementos claves para reducir la inflación total en el año que acaba de terminar fue las expectativas, las cuales estuvieron influenciadas por el cumplimiento de la meta en 2004 y por la mayor credibilidad ganada por la política monetaria en los últimos años. Así mismo jugaron un papel importante los ajustes salariales reales no superiores al crecimiento de la productividad en la mayoría de las actividades económicas.

1. Excesos de capacidad y presiones de demanda

El uso de la capacidad productiva de la economía continuó aumentando durante el tercer y cuarto trimestre de 2005. Con la última información disponible, la mayoría de indicadores estaba retornando a sus niveles de largo plazo o se encontraba un poco por encima de ellos. De los 22 indicadores utilizados por el Banco, entre datos, encuestas y estimaciones, 14 de ellos mostraron niveles por encima de sus promedios históricos.

Dentro de estos últimos, se destacaban aquellos estimados bajo la metodología de componentes principales (Recuadro 2 y Cuadro 6). Pero también, indicadores muy confiables como la utilización de capacidad instalada de la industria (UCI) y la demanda en relación con la UCI, ambas de la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo, apuntaban en la misma dirección (gráficos 47 y 48)

Durante 2005 se redujeron notablemente los excesos de capacidad productiva de la economía.

Así las cosas, la evidencia disponible sugiere que durante 2005 se redujeron notablemente los excesos de capacidad productiva de la economía. Aunque

la alta inversión, de este año y de años anteriores, junto con el aumento de la productividad asociada a ella, retrasó dicho proceso por varios años, la aceleración reciente del crecimiento parece haber más que compensado dicho efecto.

Por otro lado, debe tenerse en cuenta que, a principios de 2005, se esperaba (de acuerdo con este informe y con la opinión de la mayoría de analistas y del Gobierno) un crecimiento de alrededor del 4%. Sin embargo, todo indica que este girará entorno al 5%, con lo cual las expectativas que se tenían sobre la existencia de excesos de capacidad productiva para finales de año tienden a reducirse de manera importante. Además, por el lado del gasto, el aumento en el ritmo de crecimiento implicó un mayor dinamismo de la demanda interna, en particular del consumo de los hogares y de las administraciones públicas.

CUADRO 6

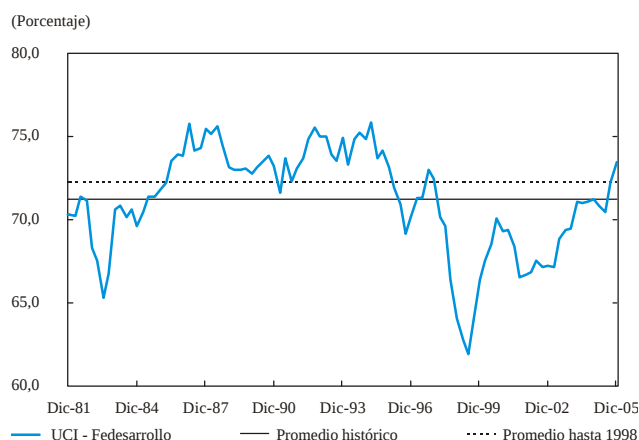
INDICADORES UTILIZADOS PARA DETERMINAR LOS EXCESOS DE CAPACIDAD PRODUCTIVA
COMPARACIÓN NIVEL ACTUAL VS. PROMEDIO HISTÓRICO

Indicadores obtenidos a partir de encuestas y datos	Comparación	Indicadores obtenidos a partir de estimaciones	Comparación
Deficit comercial (dólares)	Menor	HP <i>priors</i>	Igual
Horas extras industria	Igual	<i>Band pass</i>	Igual
Capacidad instalada vs. demanda	Igual	Nairu desempleo	Igual
Empresas con UCI > promedio	Igual	Función de producción CD	Igual
UCI Fedesarrollo	Igual/Mayor	Naicu-UCI	Mayor
Demanda ANDI	Mayor	HP	Mayor
UCI-ANDI	Mayor		
Licencias de construcción	Mayor		
Ventas del comercio (EOE)	Mayor		
Demanda externa neta real	Mayor		

Fuente: Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 47

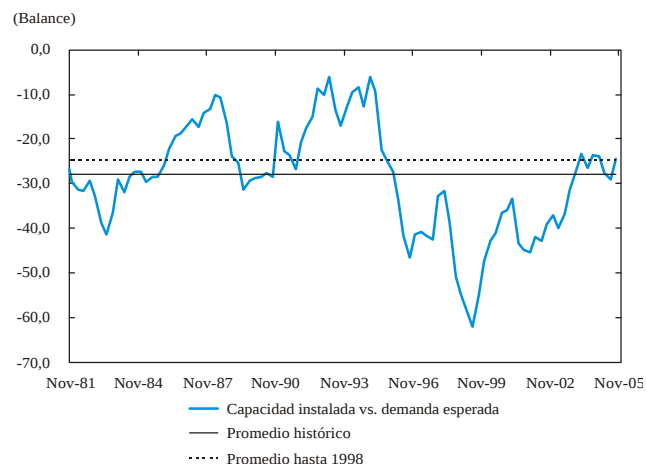
UTILIZACIÓN DE CAPACIDAD INSTALADA, FEDESARROLLO



Fuente: Fedesarrollo.

GRÁFICO 48

CAPACIDAD INSTALADA VS. DEMANDA ESPERADA



Fuente: Fedesarrollo.

Para este informe se estima que la brecha de 2005 se situó en -0,2%, frente a -0,6% en el informe anterior.

Todo lo anterior conduce a un cierre de la brecha del producto durante 2005 mucho más acelerado que el previsto a comienzos de año. Ya en el informe de septiembre se había reducido el estimativo de la brecha para el promedio de 2005 frente lo contemplado en los informes del primer semestre. Para el presente informe, las nuevas estimaciones, incluidas el modelo de función de producción del Banco y el de componentes principales, junto con el comportamiento reciente de los diversos indicadores disponibles llevan a un cierre adicional de la brecha. Para este informe se estima que la brecha de 2005 se situó en -0,2%, frente a una cifra de -0,6% obtenida en el informe anterior.

En síntesis, durante buena parte de 2005 la economía tuvo excesos de capacidad productiva que permitieron la reducción de la inflación de no transables con la ayuda de la caída de las expectativas de inflación (como se menciona más adelante). Sin embargo, a raíz de la aceleración del crecimiento, dichos excesos comenzaron a desaparecer más rápido de lo previsto, sobre todo en la segunda mitad del año, con lo cual su contribución al proceso de desinflación tendió a minimizarse. En parte, ello explicaría la estabilidad de la inflación de no transables en los últimos dos trimestres de 2005.

2. Costos y salarios

Respecto al informe anterior, se observa un incremento en los montos de los ajustes salariales de la industria y el comercio. Mientras que en julio la variación anual fue 6,5% y 5,0%, respectivamente, en octubre esta se aceleró a 7,9% y 6,3%. En el caso de los salarios de la construcción, la información más reciente no muestra cambios frente a la dinámica observada en los últimos seis meses.

Pese a lo anterior, los incrementos en los salarios de la industria y el comercio parecen haber sido compensados con avances en la productividad. Con cifras oficiales a octubre, el costo laboral unitario real de la industria decreció 1,0% en lo corrido del año.

Por otro lado, la información disponible en el Ministerio de la Protección Social muestra que las convenciones colectivas han negociado ajustes salariales a uno o dos años, menores que los observados en años anteriores (Cuadro 7). Así mismo, una proporción importante de los ajustes está en línea con la meta de inflación.

Los índices de costos calculados por el Banco de la República muestran que, en los últimos dos meses de 2005, se aceleraron los incrementos de los precios de las materias primas nacionales, debido al aumento del precio del cemento y los combustibles. Los costos salariales a octubre, sin ajustar por productividad, presentan un comportamiento similar. Sin embargo, a octubre, el indicador de costos totales siguió mostrando una variación anual relativamente baja de 5,0% y con tendencia estable, gracias, en gran parte, a la baja inflación de los precios de materias primas importadas. Esto último estaría asociado con la apreciación acumulada del tipo de cambio, y en algunos casos específicos del sector agropecuario, a menores precios internacionales.

El incremento de los salarios por encima de la inflación fue compensado por aumentos en la productividad.

PORCENTAJE DE BENEFICIADOS POR NIVEL DE INCREMENTO SALARIAL

	Pactado para el año en curso					
	<5	[5,6]	[6,7]	[7,8]	[8,9]	>9
Pactado en 2004 (cifras a noviembre)	1,90	10,66	36,10	41,37	7,92	2,05
Pactado en 2005 (cifras a noviembre)	1,35	47,14	38,09	11,68	1,46	0,29
	Pactado para el siguiente año					
	<7	>7	IPC	IPC +1	IPC + 2	Otros
Pactado en 2004 (cifras a noviembre)	10,53	10,84	25,27	33,35	2,52	17,50
Pactado en 2005 (cifras a noviembre)	0,00	0,00	50,49	26,46	7,44	15,60

Fuente: Ministerio de la Protección Social. Cálculos Banco de la República.

De lo anterior, se deduce que durante 2005 los costos no fueron una fuente importante de presiones inflacionarias. Los salarios, aunque pudieron haber registrado aumentos superiores a las metas de inflación, no repercutieron en los costos y precios gracias a los aumentos en productividad. Para 2006, sin embargo, la situación podría cambiar debido al aumento relativamente alto del salario mínimo (7%); en especial, si las ganancias de productividad tienden a agotarse.

3. Tasa de cambio

La apreciación acumulada en 2005 permitió disminuir la inflación de transables en este año, al mantenerla en niveles muy inferiores a la de la inflación promedio y a la meta. Sin embargo, el hecho de que la reducción se haya concentrado en el primer semestre puede estar indicando que el efecto tendió a diluirse; ello como consecuencia de la estabilidad del tipo de cambio en ese período.

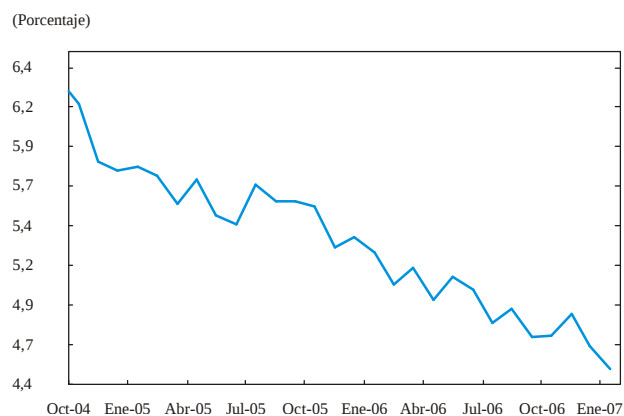
Los ligeros incrementos de la inflación de este grupo a finales de año podrían ser un síntoma de que otros factores, como el impulso de la demanda y los aumentos en salarios, están compensando los efectos de la apreciación acumulada. Hacia 2006, estos factores podrían cobrar más relevancia si se detiene la caída del tipo de cambio.

4. Expectativas

La encuesta mensual del Banco de la República para diciembre de 2005 y enero de 2006 muestra una disminución en las expectativas de inflación a doce meses (Gráfico 49). Por otra parte, las expectativas de inflación para diciembre de 2006 están alineadas con la meta de inflación. Esto puede indicar que la política monetaria ha ganado en credibilidad. Las expectativas de inflación

Las expectativas de inflación para diciembre de 2006 están alineadas con la meta de inflación.

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN ANUAL DE CADA MES (*)
BANCOS Y COMISIONISTAS DE BOLSA



Fuente: Banco de la República. Encuesta mensual de expectativas.

obtenidas de los TES UVR y TES tasa fija presentaron una leve disminución. Sin embargo, se mantienen por encima de 5,0%.

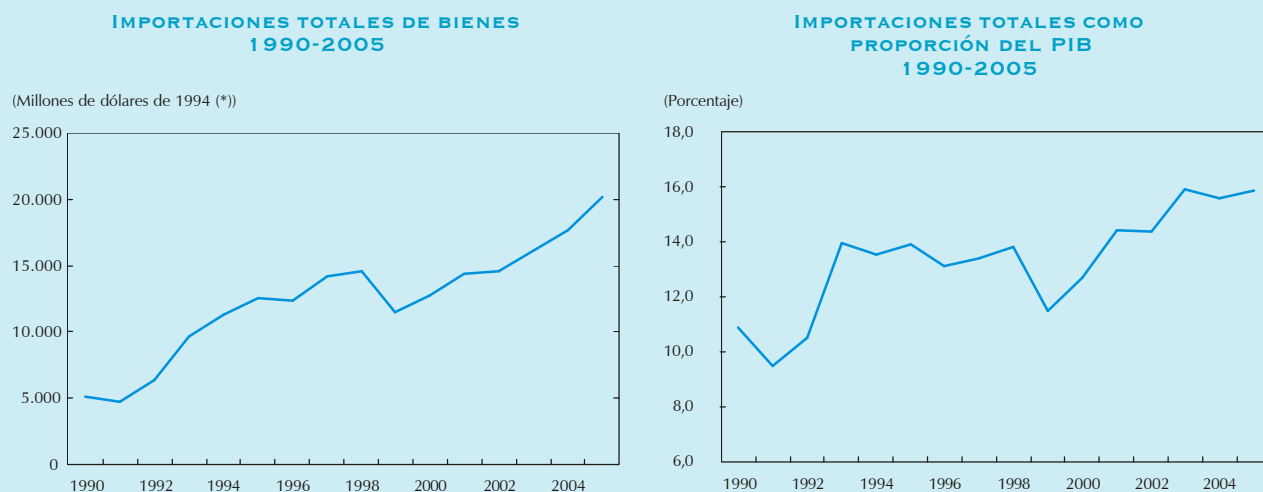
En grupos como el de la inflación de no transables (sin alimentos ni regulados), el papel de la caída de las expectativas pudo haber sido notable en 2005. La caída que se observó en la inflación de este segmento del IPC no se podría explicar solamente acudiendo a la existencia de excesos de capacidad productiva, toda vez que estos tendieron a reducirse de manera importante y a que la demanda interna y total exhibió un ritmo de crecimiento históricamente alto. Igualmente, las expectativas pudieron haber jugado un papel importante en el desempeño de la inflación de transables y en el de variables de costos, incluyendo los salarios.

¿QUÉ ESTÁN IMPORTANDO LOS COLOMBIANOS?

Gloria Alonso Másmela *

De acuerdo con la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN), entre enero y noviembre de 2005 las compras de bienes al exterior aumentaron 28,1% anual (US\$3.931m) alcanzando un valor de US\$ 17.916 m¹ (Gráfico R1.1). En términos reales, su crecimiento (14,5%) es inferior al registrado en la primera mitad de la década de los noventa, período durante el cual los crecimientos reales superaron el 30%, sin duda, afectados por la apertura económica. Sin embargo, se debe destacar que, como proporción del PIB, las importaciones se encuentran 3 puntos porcentuales (pp) por encima de los niveles registrados entre 1994 y 1998. En efecto, en los últimos dos años la demanda por importaciones se ha venido recuperando al tiempo con la actividad económica, luego de la crisis de finales de la década pasada.

GRÁFICO R1.1



Nota: 2005 corresponde a una estimación para todo el año a partir de las cifras enero-noviembre.
(*) Deflactados por el IPP de importados total. El dato de 2005 corresponde a una estimación.
Fuente: DANE, y DIAN. Cálculos del Banco de la República.

El aumento en las compras externas en 2005 estuvo impulsado principalmente por las demandas de los sectores productivos. En particular, las importaciones de materias primas y de bienes de capital para la industria, registraron aumentos significativos (Cuadro R1.1)². En

* La autora es jefe de la Sección de Programación Macroeconómica del Departamento de Programación e Inflación del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas reflejan únicamente el punto de vista de la autora y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

¹ Se refiere al valor FOB de las importaciones.

² La categoría "industria" en esta clasificación se refiere a importaciones de bienes que, en principio, son utilizados en actividades productivas no agropecuarias. Sin embargo, en el caso de los bienes de capital pueden incluir bienes que podrían ser adquiridos por los hogares.

CUADRO R1.1
IMPORTACIONES TOTALES SEGÚN CUODE A 2 DÍGITOS
(MILLONES DE DÓLARES FOB)

	Enero-noviembre		Variación		Estructura porcentual	
	2004	2005	Absoluta	Porcentual	2004	2005
A. Bienes de consumo	2.646,1	3.306,0	659,9	24,9	18,9	18,5
i. Bienes de consumo no duradero	1.290,1	1.547,1	257,0	19,9	9,2	8,6
ii. Bienes de consumo duradero	1.355,9	1.758,8	402,9	29,7	9,7	9,8
B. Materias primas	6.683,4	7.988,4	1.305,0	19,5	47,8	44,6
iii. Combustibles, lubricantes y conexos	223,3	444,3	221,0	98,9	1,6	2,5
iv. Materias primas para la agricultura	556,7	622,6	65,8	11,8	4,0	3,5
v. Materias primas para la industria	5.903,3	6.921,5	1.018,2	17,2	42,2	38,6
C. Bienes de capital	4.633,0	6.612,0	1.979,0	42,7	33,1	36,9
vi. Materiales de construcción	235,6	355,9	120,2	51,0	1,7	2,0
vii. Bienes de capital para la agricultura	46,3	52,2	5,9	12,8	0,3	0,3
viii. Bienes de capital para la industria	2.807,1	4.093,0	1.285,9	45,8	20,1	22,8
ix. Equipo de transporte	1.544,0	2.111,0	566,9	36,7	11,0	11,8
D. Materiales. Diversos	22,1	9,1	(13,0)	(58,9)	0,2	0,1
Total	13.984,7	17.915,5	3.930,9	28,1	100,0	100,0

Fuente: DANE y DIAN.

conjunto, estos dos grupos de bienes representaban el 61% del total de importaciones a noviembre de 2005.

I. Bienes de consumo

Las importaciones de bienes de consumo que más crecieron fueron las compras externas de bienes consumo duradero (30% anual) (Cuadro R1.2). En particular, fueron importantes los aumentos en las importaciones de máquinas y aparatos de uso doméstico (33.5%), así como de vehículos de transporte particular (26,2%). El crecimiento de estas importaciones refleja el dinamismo del consumo privado observado durante 2005.

II. Materias primas

En lo corrido de 2005 hasta noviembre, las compras de materias primas aumentaron 19,5% anual (Cuadro R1.3). Si se excluyen combustibles y lubricantes, se encuentra que los mayores aumentos se presentaron en el sector de materias primas para la industria (17,2%), en particular productos mineros (30,6%) y químicos y farmacéuticos (20,7%). Estos dos tipos de bienes aumentaron su participación en el total de compras externas de materias primas, de 61,8%, en 2004, a 64,4 % en 2005.

CUADRO R1.2
IMPORTACIONES DE BIENES DE CONSUMO SEGÚN CUODE A 2 DÍGITOS
(MILLONES DE DÓLARES FOB)

	Enero-noviembre		Variación		Estructura porcentual	
	2004	2005	Absoluta	Porcentual	2004	2005
Total bienes de consumo	2.646,1	3.306,0	659,9	24,9	100,0	100,0
i. Bienes de consumo no duraderos	1.290,1	1.547,1	257,0	19,9	48,8	46,8
Productos alimenticios	373,3	420,6	47,4	12,7	14,1	12,7
Bebidas	32,4	39,3	6,8	21,0	1,2	1,2
Tabaco	20,1	18,9	(1,2)	(5,9)	0,8	0,6
Productos farmacéuticos y de tocador	432,4	512,5	80,2	18,5	16,3	15,5
Vestuario y otras confecciones de textiles	76,1	105,3	29,2	38,5	2,9	3,2
Otros bienes de consumo no duradero	355,9	450,5	94,6	26,6	13,5	13,6
ii. Bienes de consumo duraderos	1.355,9	1.758,8	402,9	29,7	51,2	53,2
Utensilios domésticos	52,0	70,8	18,9	36,4	2,0	2,1
Objetos de adorno, uso personal, etc.	140,7	187,4	46,7	33,2	5,3	5,7
Muebles y otro equipo para el hogar	72,2	98,2	26,0	36,1	2,7	3,0
Máquinas y aparatos de uso doméstico	348,1	464,6	116,5	33,5	13,2	14,1
Vehículos de transporte particular	674,8	851,7	176,9	26,2	25,5	25,8
Armas y equipo militar	68,2	86,1	17,9	26,2	2,6	2,6

Fuente: DANE y DIAN.

CUADRO R1.3
IMPORTACIONES DE MATERIAS PRIMAS SEGÚN CUODE A 2 DÍGITOS
(MILLONES DE DÓLARES FOB)

	Enero-noviembre		Variación		Estructura porcentual	
	2004	2005	Absoluta	Porcentual	2004	2005
Total materias primas	6.683,4	7.988,4	1.305,0	19,5	100,0	100,0
i. Combustibles, lubricantes y productos conexos	223,3	444,3	221,0	98,9	3,3	5,6
Combustibles	147,0	332,4	185,4	126,1	2,2	4,2
Lubricantes	74,7	109,8	35,2	47,1	1,1	1,4
Electricidad	1,7	2,1	0,5	27,4	0,0	0,0
ii. Materias primas y productos internacionales para la agricultura	556,7	622,6	65,8	11,8	8,3	7,8
Alimentos para animales	183,3	192,1	8,8	4,8	2,7	2,4
Otras materias primas para la agricultura	373,5	430,5	57,0	15,3	5,6	5,4
iii. Materias primas y productos internacionales para la industria (excluido construcción)	5.903,3	6.921,5	1.018,2	17,2	88,3	86,6
Productos alimenticios	794,6	738,1	(56,5)	(7,1)	11,9	9,2
Productos agropecuarios no alimenticios	975,3	1.042,2	66,9	6,9	14,6	13,0
Productos mineros	1.541,8	2.013,8	472,0	30,6	23,1	25,2
Productos químicos y farmacéuticos	2.591,6	3.127,5	535,8	20,7	38,8	39,1

Fuente: DANE y DIAN.

Un examen más detallado de la información, muestra que las importaciones de materias primas con mayor participación en el total, que mostraron un mayor crecimiento en 2005 fueron sustancias químicas, resinas sintéticas, material de hierro y acero y productos para la industria editorial, entre otros (Cuadro R1.4).

De otro lado, como se muestra en el Cuadro R1.4, las importaciones de productos agrícolas, registraron un descenso de 7,5% anual. En particular, se observaron descensos en las compras externas de maíz (-6,4%), cebada (-28,3%) y frijol soya (-28,1%). La caída en el valor en dólares de estas importaciones, obedece, principalmente, a las menores cotizaciones internacionales del maíz, el trigo y el frijol soya, las cuales representan más del 70% de las compras externas de productos agropecuarios. En efecto, durante 2005, los precios internacionales de maíz amarillo se redujeron 12% en promedio en el año (a noviembre). Al mismo tiempo, los precios de referencia para el trigo que importa Colombia se redujeron 2,5%, en promedio, y el precio internacional de frijol soya disminuyó 18%.

III. Bienes de capital

En el grupo de bienes de capital ha sido notorio el crecimiento que registran los bienes que se destinan a la actividad industrial (45,8% anual), los cuales han aumentado su participación en el total de compras externas de 20,1 % entre enero-noviembre de 2004 a 22,8% en el mismo período de 2005. Aunque las importaciones de bienes de capital se han mantenido en niveles similares a los de la primera mitad de la década de los noventa como proporción del PIB (alrededor del 5%), en términos reales sus tasas de crecimiento son visiblemente menores (Gráfico R1.2).

El Cuadro R1.5 muestra con mayor detalle las importaciones de bienes de capital en 2005. Se aprecian aumentos importantes en el grupo de equipos de oficina (34,2%), maquinaria industrial (27,9%), otro equipo fijo (83,6%), y equipo de transporte (45,1%).

En particular, en el grupo de bienes de capital para la industria sobresalen, entre otras, las compras relacionadas con equipos de comunicación (con un crecimiento de 88% anual), equipos de cómputo (39%), maquinaria de perforación (23%) y equipo profesional y científico (30%). En conjunto, éstas representan más del 65% de las importaciones de bienes de capital para la industria. Sin embargo, como se muestra en el Cuadro R1.6, los crecimientos en las compras externas de bienes de capital para la industria fueron generalizados.

CUADRO R1.4
IMPORTACIONES COLOMBIANAS DE MATERIAS PRIMAS PARA LA INDUSTRIA
GRUPOS CIIU REV. 2 MAS IMPORTADOS TOTAL GENERAL 2004-2005
ESTRUCTURA Y VARIACIÓN PORCENTUAL

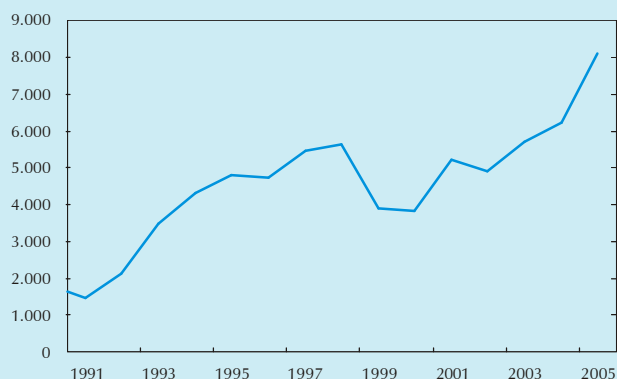
Descripción	Millones de dólares		Composición porcentual		Variación porcentual anual
	2004	2005 (*)	2004	2005 (*)	
Sustancias químicas industriales excepto abonos	1.229	1.482	20,82	21,41	20,61
Productos laminados, barras y otros materiales de hierro y acero	572	732	9,69	10,58	27,96
Fabricación de resinas sintéticas, materias plásticas y artificiales	494	630	8,36	9,10	27,62
Productos agrícolas (fríjol, trigo, maíz)	577	534	9,77	7,71	(7,50)
Pulpa de madera, y otros materiales de papel y cartón	242	277	4,10	4,01	14,50
Otros productos químicos	234	270	3,96	3,89	15,24
Artículos de cobre y aluminio	174	231	2,95	3,33	32,53
Cables, alambres, cadenas de hierro, cobre aluminio, puntillas y clavos	172	222	2,91	3,21	29,33
Fabricación de otros productos plásticos (calzado, vajillas, cerámicas, etc.)	143	186	2,42	2,68	29,87
Tejidos de algodón	150	155	2,54	2,24	3,34
Partes de maquinaria no eléctrica (rodamientos, engranajes, poleas)	121	143	2,05	2,07	18,27
Conductores y acumuladores eléctricos, pilas y baterías eléctricas	86	128	1,45	1,86	49,57
Hilados (incluye algodón sin cardar)	146	120	2,47	1,74	(17,44)
Partes y accesorios para máquinas de oficina, cálculo y contabilidad	80	103	1,35	1,49	29,35
Aceites (aceite de soya y de girasol, otros aceites vegetales y animales)	113	102	1,92	1,48	(9,79)
Tejidos de fibras sintéticas	84	90	1,42	1,30	7,04
Productos alimenticios diversos (levaduras, jarabe de glucosa, etc)	61	74	1,03	1,07	22,21
Fabricación de telas artificiales (guatas, fieltros, telas cauchutadas)	46	55	0,79	0,80	19,08
Placas para artes gráficas, papel de fotografía y otras placas	38	40	0,65	0,58	4,36
Tejidos y artículos de punto	36	31	0,61	0,44	(14,52)
Productos agropecuarios (cauchos naturales)	27	31	0,47	0,44	11,06
Fabricación de productos plásticos	9	11	0,16	0,17	21,10
Otros productos químicos	471	560	7,98	8,09	18,85
Otros productos mineros	358	454	6,07	6,56	26,75
Otros productos no alimenticios	196	232	3,32	3,35	18,34
Otros productos alimenticios	44	28	0,75	0,41	(35,54)
Total materias primas para la industria	5.903	6.922	100,00	100,00	17,25

(*) El dato corresponde al acumulado enero noviembre 2005.
Fuente: DANE y DIAN.

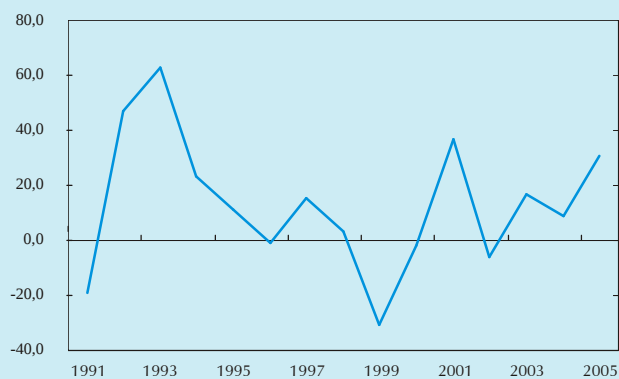
GRÁFICO R1.2

IMPORTACIONES
DE BIENES DE CAPITAL

(Millones de dólares de 1994 (*))

CRECIMIENTO ANUAL
DE LAS IMPORTACIONES
REALES DE BIENES DE CAPITAL

(1994 = 100)



Nota: 2005 corresponde a una estimación para todo el año a partir de las cifras enero-noviembre.

(*) Deflactados por el IPP de importados total. El dato de 2005 corresponde a una estimación.

Fuente: DANE, y DIAN. Cálculos del Banco de la República.

CUADRO R1.5
IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL SEGÚN CUODE A 2 DÍGITOS
(MILLONES DE DÓLARES FOB)

	Enero-noviembre		Variación		Estructura porcentual	
	2004	2005	Absoluta	Porcentual	2004	2005
Total bienes de capital	4.633,0	6.612,0	1.979,0	42,7	100,0	100,0
i. Materiales de construcción	235,6	355,9	120,2	51,0	5,1	5,4
ii. Bienes de capital para la agricultura	46,3	52,2	5,9	12,8	1,0	0,8
Máquinas y herramientas	23,4	30,1	6,7	28,5	0,5	0,5
Otro equipo para la agricultura	2,2	2,0	(0,1)	(5,7)	0,0	0,0
Material de transporte y tracción	20,8	20,1	(0,6)	(3,1)	0,4	0,3
iii. Bienes de capital para la industria	2.807,1	4.093,0	1.285,9	45,8	60,6	61,9
Máquinas y aparatos de oficina	633,3	849,8	216,5	34,2	13,7	12,9
Herramientas	66,3	85,0	18,7	28,2	1,4	1,3
Partes y accesorios de maquinaria industrial	186,8	226,3	39,5	21,2	4,0	3,4
Maquinaria industrial	1.067,7	1.365,3	297,6	27,9	23,0	20,6
Otro equipo fijo	853,1	1.566,6	713,6	83,6	18,4	23,7
iv. Equipo de transporte	1.544,0	2.111,0	566,9	36,7	33,3	31,9
Partes y accesorios de equipo de transporte	722,1	912,7	190,6	26,4	15,6	13,8
Equipo rodante de transporte	809,8	1.175,3	365,5	45,1	17,5	17,8
Equipo fijo de transporte	12,2	23,0	10,8	88,9	0,3	0,3

Fuente: DANE y DIAN.

CUADRO R1.6
IMPORTACIONES COLOMBIANAS SEGÚN BIENES DE CAPITAL PARA LA INDUSTRIA 1/
GRUPOS CIIU REV. 2 MAS IMPORTADOS TOTAL GENERAL 2004-2005
ESTRUCTURA Y VARIACIÓN PORCENTUAL

Descripción	Millones de dólares		Composición porcentual		Variación porcentual anual
	2004	2005 2/	2004	2005 2/	
Construcción de equipos y aparatos de radio, de televisión y de comunicaciones	744	1.399	27,13	34,92	88,19
Máquinas de oficina, cálculo y contabilidad (principalmente, computadores, impresoras, etc.)	340	472	12,42	11,78	38,73
Otra maquinaria y equipo excepto la eléctrica (grúas, gatos hidráulicos y aparatos de elevación)	188	294	6,87	7,33	56,18
Bulldozers, maquinaria de perforación, aplanadoras	232	285	8,48	7,10	22,54
Fabricación de equipo profesional y científico	196	254	7,15	6,33	29,51
Fabricación de maquinaria y equipo para las industria excepto maquinaria para trabajar metales y madera	220	211	8,04	5,25	(4,43)
Bombas de aire, centrifugas, compresores, Aparatos eléctricos (motores de potencia, transformadores, generadores de corriente)	147	205	5,36	5,12	39,89
Bombas de aire, centrifugas, compresores, Otras máquinas y aparatos industriales eléctricos	120	168	4,38	4,18	39,66
(conmutadores de tensión, fusibles para vehículos)	105	130	3,83	3,25	23,88
Fabricación de motores y turbinas	66	83	2,41	2,08	26,17
Maquinaria para trabajar metales y madera	81	78	2,97	1,94	(4,34)
Aparatos de electrodiagnóstico y electromédicos	51	73	1,87	1,82	42,45
Aparatos fotográficos y de óptica	48	71	1,76	1,77	46,87
Detectores de metales, generadores de señales y partes para maquinaria eléctrica	39	43	1,43	1,07	9,54
Fabricación de partes para vehículos	16	29	0,58	0,72	82,23
Partes de máquinas y herramientas para trabajar metales y madera	18	21	0,67	0,52	13,70
Fabricación de productos metálicos	15	20	0,56	0,51	31,53
Fabricación de productos de caucho (correas de transmisión)	8	19	0,31	0,47	121,46
Fabricación de equipo profesional y científico e instrumentos de medida y de control n.c.p.	13	18	0,47	0,45	38,50
Fabricación de artículos de ferretería	13	14	0,48	0,35	7,08
Fabricación de tejidos de uso industrial	9	10	0,34	0,26	11,29
Construcción de maquinaria excepto la eléctrica	8	8	0,28	0,21	9,55
Otros bienes de capital excepto herramientas	4	3	0,13	0,06	(30,24)
Total bienes de capital para la industria (excepto herramientas)	2.741	4.008	100,00	100,00	46,23

1/ No incluye importaciones de herramientas.

2/ El dato corresponde al acumulado enero noviembre 2005.

Fuente: DANE y DIAN.

CÁLCULO DE LA BRECHA DEL PRODUCTO A PARTIR DE DIVERSAS FUENTES DE INFORMACIÓN*

José Luis Torres Trespalcios **

La brecha del producto se define como la diferencia porcentual entre el PIB observado y el no inflacionario. Como tal, es una variable clave para la política monetaria bajo el régimen de inflación objetivo porque identifica posibles excesos de demanda que pueden presionar los precios futuros. Debido que el PIB no inflacionario no es una variable observable, es difícil saber qué tan adecuada es una estimación particular.

Los ejercicios propuestos en la literatura para estimar la brecha del producto son diversos y aplican innumerables técnicas. Debido a la incertidumbre que acompaña a estas estimaciones, el Banco de la República también recoge gran cantidad de información sectorial y de encuestas que permiten tener una idea más clara sobre la situación de la demanda. En este contexto, resulta deseable consolidar en una sola medida la información disponible sobre la brecha del producto. Las principales complicaciones de esta tarea son la heterogeneidad de formatos, la unidad de medida, los rezagos de publicación, el poder informativo y el grado de agregación. Sin embargo, estas dificultades no deben llevar a desechar indicadores o a asignarles un bajo peso en el diagnóstico, ya que todos pueden contener información relevante.

Desde hace unos meses, en el Banco de la República se utiliza la metodología de *componentes principales* para sintetizar la información sobre la brecha en un factor estimado. El procedimiento descompone las series entre factores comunes (que resumen los comovimientos de las series) y choques específicos (que recogen errores de medición y revisiones). Varios trabajos¹ han demostrado que los errores de pronóstico de los modelos que incluyen factores comunes estimados, tienden a ser menores que los de los modelos tradicionales. Esto ocurre porque con el método se alivia el problema de variables omitidas, al reemplazar las series originales por un factor que resume la mayoría de la información contenida en los datos originales y se soluciona, al menos en parte, la inestabilidad estructural que caracteriza las estimaciones con pocas variables.

Los modelos de factores han tenido recientemente un importante número de aplicaciones en diversas áreas. Algunos ejemplos son el índice coincidente de actividad económica para Europa (Eurocoin), el índice de actividad económica (Cfnai) de la Fed de Chicago, el pronóstico del

* Este documento se basa en Rodríguez, N.; Torres, J. L; Velasco, A. M. (2006). "La brecha del producto a partir de diversas fuentes de información", Mimeo, Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República.

** El autor es profesional especializado en inflación, de la Sección de Inflación, del Departamento de Programación e Inflación del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas reflejan únicamente el punto de vista del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

¹ Algunos de los más importantes son Stock *et al.* (1999, 2002 y 2004) y Giannoni *et al.* (2004). Fisher (2000) argumenta que los modelos de factores son especialmente útiles para predecir la inflación.

retorno de los bonos del tesoro americano, la estimación de insumos para modelos de equilibrio general dinámico, y el estudio de los comovimientos macroeconómicos de los países del G-7.

Para el ejercicio del Banco de la República se utilizaron diez indicadores trimestrales de la brecha del producto entre marzo de 1990 y septiembre de 2005, lo cuales se siguen periódicamente por su relación empírica con la inflación básica. Las medidas que se consideraron son las siguientes:

- *Demanda ANDI*: Demanda como el principal problema de la industria EOIC-ANDI)²
- *UCI ANDI*: Utilización de capacidad instalada (EOIC-ANDI)
- *B. Ccial*: Balance comercial de bienes en dólares del (DANE)
- *H. extras*: Índice de horas extras trabajadas en la industria (MMM-DANE)³
- *Cap. vs. Dda.*: Relación entre capacidad instalada y demanda esperada en los próximos doce meses (EOE-Fedesarrollo)⁴
- *UCI Fed.*: Utilización de Capacidad Instalada (UCI-Fedesarrollo)
- *% UCI > Prom*: Porcentaje de empresas con utilización de capacidad por encima de su promedio histórico (UCI-Fedesarrollo)
- *Dda. Ext. neta*: Demanda externa neta en pesos de 1994 (DANE)
- *Licencias*: Licencias aprobadas de construcción (DANE)
- *Vtas. Ccio.*: Ventas de la actividad comercial (EOE-Fedesarrollo).

Estas medidas tienen características diferentes: unas son de frecuencia mensual y otras trimestral, la técnica de cálculo varía, algunas son sectoriales y otras agregadas. Unas utilizan datos preliminares (sujetos a revisión) y otros definitivos (encuestas), algunas utilizan datos que se publican con grandes rezagos y otras con datos que se publican rápidamente. Por esto, es atractiva la idea de estimar una brecha común que resuma la mayor parte de la información contenida en las medidas originales, manteniendo las ventajas de cada una y excluyendo los errores de medición.

Con estas series se estimó el primer componente principal estático (*CP Datos*). En el Cuadro R2.1 se presenta la varianza explicada y el peso de cada uno de los indicadores dentro del factor estimado. Además de los diez indicadores originales y del estimado por componentes principales, también se trabajó con la brecha estimada por Hodrick y Prescott con *priors* (*HP Priors*) que hasta hace poco era la medida oficial de brecha del producto del Banco.

Debido a que, como se mencionó anteriormente, la brecha del producto no es observable, se estableció la validez de los indicadores a través de su capacidad predictiva de la inflación

² Encuesta de opinión empresarial conjunta (EOIC) de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) y los demás gremios del sector.

³ Muestra mensual manufacturera (MMM).

⁴ Pregunta número 11 de la encuesta de opinión empresarial (EOE) de Fedesarrollo.

CUADRO R2.1
PARTICIPACIÓN DE CADA VARIABLE EN EL PRIMER COMPONENTE PRINCIPAL ESTÁTICO

Indicador	CP datos
Demanda ANDI	12,34
UCI ANDI	11,97
B. Ccial.	4,56
UCI Fede	12,73
H extras	10,85
Cap. vs. Dda.	12,42
Dda. Ext. neta	5,42
Porcentaje UCI > Prom	8,73
Licencias	10,78
Vtas. Ccio.	10,19
Varianza explicada	58,12

Fuente: Cálculos del autor.

básica dentro de una curva de Phillips ampliada por expectativas. En particular, se evaluaron los indicadores de la brecha como determinantes de la inflación anual de bienes no transables, sin alimentos y sin regulados, lo que representa el 25% del IPC en Colombia⁵.

Para desarrollar el ejercicio se estimó un Curva de Phillips diferente para cada uno de los indicadores de brecha del producto, se reestimaron los parámetros de cada modelo en cada momento del tiempo y se hicieron pronósticos fuera de muestra de uno a ocho períodos adelante. En general, los coeficientes estimados en las curvas de Phillips son similares entre todas las medidas y presentan valores plausibles de acuerdo a la teoría y a trabajos anteriores para Colombia⁶.

En el Cuadro R2.2 se encuentran resumidos los resultados para varios horizontes. Se observa que *CP DATOS* es consistentemente el mejor indicador de brecha en términos de pronóstico de la inflación básica dentro de una Curva de Phillips ampliada por expectativas. Otros indicadores que están entre los primeros lugares a todos los horizontes son *Cap. vs. Dda.*, *UCI Fede*, *UCI-ANDI*, y *HP Priors*.

Estos resultados ilustran la pertinencia de utilizar una estimación de componentes principales para la determinación del nivel de la brecha del producto, lo cual constituye un aporte importante para la definición de la política monetaria bajo un esquema de inflación objetivo.

⁵ Esto supone que al excluir los precios de los transables (determinados por la tasa de cambio), de los alimentos (sujetos generalmente a choques de oferta), y de los regulados (sus precios los fijan comisiones regulatorias), se puede ver más claramente la relación entre la inflación y la brecha del producto.

⁶ El coeficiente promedio de la persistencia (rezagos de la inflación) es 0,69, el de la brecha del producto es 0,29, y el de las expectativas es 0,31.

CUADRO R2.1
INDICADORES CON MEJOR AJUSTE PARA DIFERENTES HORIZONTES

<i>Ranking</i>	Horizonte			
	1	2	4	6
1	CP datos	CP datos	Cap. vs. Dda.	HP prios
2	Cap. vs. Dda.	Cap. vs. Dda.	CP datos	CP datos
3	Dda. Andi	HP prios	UCI Fedesarrollo	Cap. vs. Dda.
4	HP prios	Dda. Andi	HP prios	UCI Andi

II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

Las condiciones internas y externas favorecen el crecimiento económico en 2006. En este entorno se prevé la aparición de presiones inflacionarias de demanda.

No se anticipan cambios importantes en la coyuntura externa para 2006. La economía mundial continuaría creciendo a un buen ritmo, impulsada nuevamente por los Estados Unidos y las economías asiáticas. No obstante, los altos precios del petróleo seguirán siendo un riesgo para el crecimiento global. Los aumentos de las tasas de interés de la Fed continuarán en línea con lo previsto, y, junto con los aumentos efectuados en el último año y medio, deberán ser suficientes para moderar la demanda interna y frenar las presiones inflacionarias en los Estados Unidos.

Por otro lado, la dinámica de la demanda mundial y el crecimiento en Asia en particular, mantendrán los términos de intercambio favorables para Colombia, inclusive si la economía norteamericana muestra alguna desaceleración. A ello se suma la dinámica de varios socios comerciales, especialmente de aquellos que se benefician de altos precios del petróleo, y los flujos externos de capital abundantes. En este contexto, es probable que la economía colombiana mantenga un ritmo de crecimiento alrededor de 4,5% en 2006, impulsado, en buena parte, por el consumo de los hogares y por los sectores no transables; aunque también se espera un crecimiento positivo de las exportaciones no tradicionales.

Los nuevos pronósticos de inflación indican que la probabilidad de cumplir la meta en 2006 es alta, pero que la posibilidad de continuar reduciendo la inflación a un horizonte más largo es limitada. Buena parte de la tarea en 2006 la haría la reducción de la inflación de alimentos, aunque la incertidumbre en este campo es particularmente alta. A diferencia de años anteriores, desde 2006 las presiones inflacionarias de demanda empezarían a ser importantes y frenarían la caída de la inflación de no transables. En los próximos trimestres, ello sería compensado por una baja inflación de transables gracias a que no se prevén presiones fuertes hacia la depreciación. A partir de 2007 las condiciones favorables en el frente cambiario son menos probables.

Los nuevos pronósticos de inflación indican que la probabilidad de cumplir la meta en 2006 es alta, pero que la posibilidad de continuar reduciendo la inflación a un horizonte más largo es limitada.

A. CONTEXTO EXTERNO Y TIPO DE CAMBIO

Las perspectivas de crecimiento para 2006 mejoraron frente a lo que se esperaba hace tres meses, aunque están por debajo del crecimiento observado en 2005. La

dinámica mundial seguirá liderada por los Estados Unidos, China y, en menor medida, por la zona del euro y Japón. Como se mencionó en el último Informe, el principal riesgo para el crecimiento mundial en 2006 serán los mayores precios del petróleo; aunque durante 2005 el aumento de éstos no tuvo un importante impacto en la inflación básica ni en el crecimiento.

El comportamiento de la economía norteamericana continúa siendo alentador a pesar de los efectos transitorios de los huracanes que se seguirían observando en el cuarto trimestre. El crecimiento esperado para 2005 es de 3,6% y para 2006 es de 3,4%, ligeramente por encima de lo previsto hace tres meses (Cuadro 8). Esta dinámica seguirá sostenida por la mejora en la inversión y por el mayor gasto público necesario para la completa recuperación de las zonas afectadas por los huracanes. Por su parte, el consumo seguirá creciendo aunque a un menor ritmo, dada la corrección moderada que se espera en el mercado de vivienda. El déficit en cuenta corriente se seguiría ampliando durante 2006, aunque en menor proporción que en años anteriores, gracias al mayor dinamismo de la demanda externa (Japón, zona euro, China) y por un eventual debilitamiento del dólar frente al euro y al yen.

Las perspectivas de crecimiento para la economía japonesa mejoraron de manera importante frente a lo observado en el trimestre anterior. El crecimiento esperado

En 2006, la economía de los Estados Unidos continuaría expandiéndose a buen ritmo.

CUADRO 8

PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO PARA LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES DE COLOMBIA
(PORCENTAJE)

	Observado 2004	Pronóstico para 2005, a:		Pronóstico para 2006, a:	
		Ene-06	Oct-05	Ene-06	Oct-05
Principales socios					
Estados Unidos	4,4	3,6	3,5	3,4	3,3
Ecuador	6,9	3,0	2,9	3,3	3,0
Venezuela	17,3	9,1	8,0	6,4	5,5
Otros socios					
Zona del euro	1,8	1,4	1,2	2,1	2,0
Japón	2,6	2,4	2,0	2,0	1,8
China	9,5	9,3	9,1	8,5	8,1
Perú	4,8	5,8	5,5	4,8	4,6
México	4,4	3,0	3,1	3,5	3,4
Chile	6,1	5,9	6,1	5,5	5,5
Argentina	9,0	8,7	7,4	5,9	4,5
Brasil	4,9	2,5	3,3	3,4	3,5
Bolivia	3,6	3,4	3,3	3,4	3,1
Países desarrollados	3,9	3,2	3,0	3,1	3,0
Países en desarrollo	10,7	6,1	5,6	5,0	4,5
Total socios comerciales (*)	5,8	4,3	4,3	3,5	3,5

(*) Crecimiento ponderado por la participación de cada país en el comercio exterior colombiano.
Fuente: Datastream-Consensus.

para 2005 pasó de 2,0% a 2,4%, y para 2006 de 1,8% a 2,0%. La dinámica de crecimiento seguirá impulsada por la inversión y el consumo, que han venido aumentando gracias a la mejoría en el mercado laboral, y por una demanda externa favorable.

Las perspectivas de crecimiento también mejoraron para la zona del euro. El crecimiento proyectado es de 1,4% y 2,1% para 2005 y 2006, respectivamente. Si bien esta economía ha sido impulsada por la inversión y la demanda externa, para el próximo año, la fortaleza en el crecimiento dependerá de la recuperación del mercado laboral de y su efecto sobre la demanda interna. Para esto es importante el avance en reformas estructurales que permitan una mayor flexibilización del mercado laboral, además de programas de estabilidad fiscal que aumenten la confianza de los agentes.

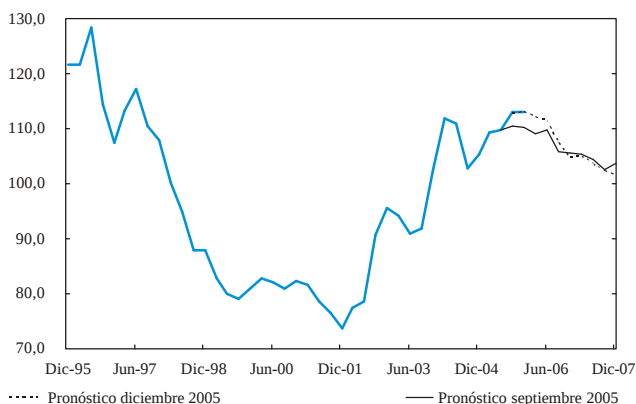
Respecto a las economías asiáticas las previsiones siguen siendo favorables. El pronóstico para la economía china aumentó frente a lo observado hace tres meses. Para 2005 se espera 9,3%¹⁸ y para 2006, 8,5%. En el caso de India, el crecimiento esperado es 7,5% y 7,6% respectivamente. Dicha tendencia seguirá impulsado por la fortaleza del sector exportador y por la inversión, aunque en menor medida que lo observado durante 2005 (en parte por la moderada apreciación esperada del yuan). Así mismo, la demanda interna jugará un papel más importante.

Como se esperaba en el último Informe, los pronósticos de los *commodities* se mantienen en niveles altos. Según el índice WCF (*World Commodity Forecast*) de *The Economist Intelligence Unit* los precios de los *commodities* sin energía sólo caerían 2,1% en 2006 (5,5% en 2007), similar a lo esperado hace tres meses. Sin embargo, al desagregar los pronósticos de los precios, los metales mejoraron frente a lo que se esperaba hace tres meses, mientras que los alimentos presentarían una mayor caída (Gráfico 50).

De otra parte, los precios esperados para el petróleo se mantienen altos. Según la Agencia Internacional de Energía (AIE) los precios del petróleo (WTI) para 2006 serían de US\$63,3 por barril y de US\$60,0 para 2007. Los precios de los futuros negociados durante la primera semana de enero fueron de US\$66,2 por barril para los próximos doce meses (Gráfico 51). Estos

GRÁFICO 50

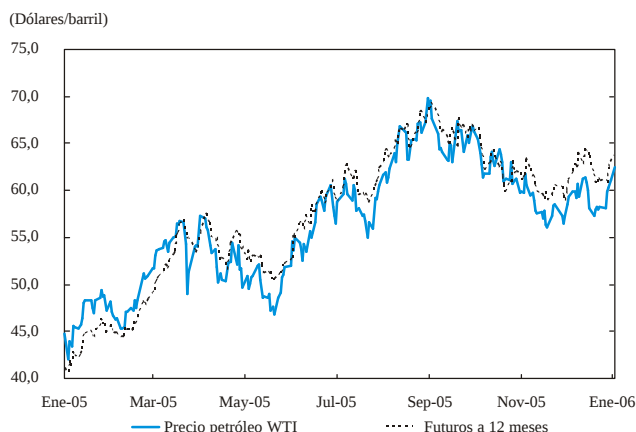
ÍNDICE DE PRECIOS DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS, SIN PETRÓLEO (WCF)



Fuente: Economist Intelligence Unit.

GRÁFICO 51

PRECIO PETRÓLEO WTI



Fuente: Bloomberg.

¹⁸ Estos pronósticos no han incluido la revisión del PIB hacia arriba en 0,6 puntos (del PIB) para el 2004.

precios están sustentados en la fuerte demanda mundial que aún se seguirá observándose en el año, los bajos excesos de capacidad y la inestabilidad geopolítica de algunos países productores de petróleo. En este sentido, al igual que en 2005 el mercado continuaría sensible ante cualquier choque inesperado.

Pese a los altos precios del petróleo y a cierta estrechez del mercado laboral, no se anticipan fuertes presiones inflacionarias en los Estados Unidos para 2006. Se espera que la inflación básica continúe siendo moderado como ocurrió durante 2005. La inflación promedio esperada por varios analistas¹⁹ es de alrededor 3,0% para el IPC total y de 2,4% para el IPC básico. Este buen comportamiento sería el resultado del aumento en las tasas de interés por parte de la autoridad monetaria en el último año y medio. Sin embargo, se considera que la tarea de ajuste de la política monetaria aún no se ha completado y que la Fed tendría que aumentar su tasa de referencia en 75 pb para llevarla al nivel de 5,0% (en el informe anterior se esperaba que las tasas llegaran a 4,75% en 2006). Por otro lado, el ciclo de aumentos por parte del Banco Central Europeo podría comenzar durante este año. Sin embargo, la magnitud esperada de estos ajustes es muy inferior que la observada en la economía norteamericana.

Las buenas perspectivas de crecimiento mundial, junto con los altos precios del petróleo (en el caso de los países exportadores) y de los metales, garantizan condiciones favorables para América Latina. Así mismo, no se prevé un deterioro en los flujos de capitales hacia los países de la región, aunque estos podrían moderarse un poco frente a lo observado en 2005.

El crecimiento esperado para nuestros principales socios comerciales es de 3,5%, menor al observado en 2005 (4,3%), pero de todas maneras importante. Para Venezuela se proyecta un crecimiento de 9,1% en 2005 y de 6,4% en 2006, mientras que para Ecuador las cifras respectivas son de 3,0% y 3,3%. En estos dos casos, los altos precios del petróleo han sido un factor decisivo para aumentar sus pronósticos. Sin embargo, la ausencia de importantes reformas estructurales que impulsen una mayor inversión y la inestabilidad política observada en estas economías, ponen en riesgo su estabilidad económica en el largo plazo.

La fuerte demanda externa y los mejores precios de algunos *commodities* seguirán garantizando mayores términos de intercambio para la economía colombiana (Cuadro 9). Los precios del petróleo y oro presentan un crecimiento importante frente a lo observado durante 2005. De otro lado, si bien los precios del café se han moderado frente a lo esperado hace tres meses, el comportamiento en los últimos días podría sugerir una mejoría frente a la actual proyección.

Tal como se ha mencionado en informes anteriores, se espera que las mejorías en los fundamentales económicos y en los indicadores de solvencia y liquidez

Pese a los altos precios del petróleo y a cierta estrechez del mercado laboral, no se anticipan fuertes presiones inflacionarias en los Estados Unidos para 2006.

El crecimiento esperado para 2006 de nuestros socios comerciales continúa alto (3,5%), aunque inferior al observado en 2005 (4,3%).

¹⁹ J. P. Morgan, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Morgan Stanley y Crédit Suisse (información a diciembre).

PRECIOS INTERNACIONALES

	Promedio 2004	Proyección 2005		Proyección 2006	
		Actual 1/	Anterior 2/	Actual 1/	Anterior 2/
Café (<i>ex dock</i>) (dólares por libra)	0,8	1,2	1,2	1,1	1,1
Petróleo (dólares por barril)	37,3	47,1	47,9	52,7	54,4
Carbón (dólares por tonelada)	36,1	47,0	47,9	47,0	47,9
Ferróniquel (dólares por libra)	2,3	2,5	2,6	2,1	2,3
Oro (dólares por onza <i>troy</i>)	409,3	443,6	433,8	500,2	452,7

1/ Balanza de pagos estimada en enero de 2006.

2/ Balanza de pagos estimada en septiembre de 2005.

Fuente: Banco de la República.

mantengan a las economías latinoamericanas en una situación menos vulnerable que en oportunidades anteriores ante eventuales choques externos o políticos.

A pesar de lo anterior, subsisten riesgos importantes. El mayor de ellos surge de los altos precios del petróleo; aumentos adicionales a los previstos podrían implicar incrementos en la inflación y en las tasas de interés externas. Otros riesgos asociados principalmente con la economía norteamericana son: i) la estabilidad de precios, que sigue descansando en ganancias importantes en productividad, sin que sea claro que las actuales tasas de crecimiento de esta variable pueden mantenerse por largo tiempo; ii) la posibilidad de una caída importante en los precios de la vivienda que afectaría el consumo y la solvencia de los hogares; y iii) una profundización de los desequilibrios macroeconómicos por encima de lo previsto, que aumentaría la probabilidad de un ajuste brusco en los próximos años. En el caso de América Latina, el ciclo electoral podría aumentar la percepción de riesgo hacia la región. Sin embargo, esto no ha sucedido aún, pese a que el proceso electoral ya se encuentra muy avanzado en algunos países.

En este contexto, es factible prever que las exportaciones totales de Colombia mantendrán un buen ritmo de crecimiento durante 2006 (aunque inferior al de 2005, tanto en dólares como en términos reales), asociado con las buenas perspectivas de crecimiento mundial, (y por tanto de demanda de nuestros socios comerciales) y con los buenos precios internacionales de nuestros productos básicos de exportación.

Por otro lado, como se indicó, no se esperan cambios sustanciales en las tendencias de los flujos de capital privados hacia Colombia durante 2006, a menos que se produzca un ajuste abrupto en las tasas de en los Estados Unidos o algún choque externo o interno que detenga las entradas de capital. En conjunto, este escenario se refleja en pocas presiones hacia la de-

*En el contexto externo
el mayor riesgo está
asociado con los altos
precios del petróleo.*

preciación del tipo de cambio, tendencia que se ha venido observando en enero de 2006. No obstante, de 2007 en adelante, se proyecta una ampliación del déficit en cuenta corriente y mayores presiones a la devaluación del peso, principalmente, como resultado de una caída de los ingresos petroleros de acuerdo a las actuales proyecciones de precios y cantidades exportadas.

No se esperan cambios sustanciales en los flujos privados de capitales hacia Colombia en 2006.

B. CONTEXTO INTERNO

La información disponible sobre 2006 permite esperar que persistan las condiciones favorables para el crecimiento. Algunos factores externos que contribuirán al crecimiento colombiano en este año son el buen crecimiento de los socios comerciales del país, términos de intercambio relativamente altos, incrementos moderados en las tasas de interés externas y el mantenimiento de flujos de capitales hacia las economías emergentes. En este contexto, no se esperan aumentos en el coeficiente de riesgo-país en Colombia.

Igual que en 2005, en este año también jugarán un papel importante los factores internos. Entre ellos cabe destacar el crecimiento de la inversión y del consumo de los hogares (en particular de bienes durables), así como la expansión del crédito (en particular el de consumo). La dinámica de estas variables refleja la recuperación de la confianza de los agentes económicos que ha tenido lugar en los últimos años. A ellos se suma el bajo nivel actual de las tasas de interés, y la amplia liquidez existente en la economía.

Para 2006, también existen programas de inversión pública que contribuirán a aumentar la demanda agregada y a expandir la capacidad productiva. Aunque es difícil precisar los calendarios de los proyectos de inversión en obras civiles, se espera que este sector crezca cerca de 10,0% en términos reales en 2006. A nivel nacional, el Plan 2.500 dispone la construcción o adecuación de carreteras por un número igual de kilómetros, en un plazo que va hasta 2008. En el plano regional, los gobiernos de las diferentes entidades territoriales continuarían con la ejecución de sus planes de desarrollo cuatrianuales, entre los cuales se encuentran varios proyectos de envergadura como los sistemas de transporte masivo.

En 2006 también continuaría la recuperación del crecimiento potencial (o no inflacionario) de la economía (Recuadro 3). A ello contribuyen el aumento del *stock* de capital que ha tenido lugar en los últimos años y el crecimiento de la productividad factorial, en la medida en que ésta última refleje aumentos permanentes y no solamente variaciones cíclicas.

Los ejercicios de pronóstico muestran que el crecimiento en 2006 estaría alrededor de 4,5%. El impulso principal de crecimiento seguirá proviniendo la demanda interna, lo cual, completaría cuatro años con crecimientos promedio del orden del 6,5%.

El crecimiento en 2006 estaría alrededor de 4,5%.

El crecimiento real de las exportaciones no tradicionales compensaría la leve caída de las exportaciones tradicionales.

Respecto a la demanda externa, los modelos prevén un crecimiento real de las exportaciones cercano al 1,5%. Para las no tradicionales, dicha cifra está cercana a 4,0%, con la cual compensaría la leve caída de las exportaciones tradicionales (explicadas por un estancamiento de la producción de café y por la disminución en 5,5% de la producción de petróleo).

La buena dinámica de la demanda interna continuará promoviendo el crecimiento de las importaciones de bienes de consumo durable, intermedios y de capital. En este contexto, la demanda externa neta continuará siendo negativa en 2006 (Cuadro 10).

Los sectores que más crecerían en 2006 serían los no transables, especialmente por construcción de obras civiles, comercio, transporte y comunicaciones. Dentro de los sectores transables se espera que la industria manufacturera tenga el mayor crecimiento, junto con algunos servicios como transporte aéreo y marítimo (Cuadro 11).

C. PRONÓSTICO DE INFLACIÓN

1. Supuestos externos

Las perspectivas externas no han cambiado mucho en los últimos tres meses, por lo menos en aquellos aspectos que podría tener mayor efecto sobre el desempeño económico colombiano. Aunque a finales de 2005 los precios del petróleo

CUADRO 10

PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO DEL PIB REAL POR TIPO DE GASTO (PORCENTAJE)

	2004	2005	2006
Consumo final	3,9	5,0	5,4
Hogares	4,1	5,0	5,5
Gobierno	3,3	5,0	5,0
Formación bruta de capital	11,7	25,1	15,4
Formación bruta de capital fijo	12,8	18,2	12,3
FBCF sin obras civiles	21,9	17,1	12,8
Obras civiles	(19,1)	24,1	10,0
Variación de existencias	3,1	80,3	32,1
Demanda interna	5,3	8,8	7,5
Exportaciones totales	10,4	5,5	1,5
Importaciones totales	16,9	24,1	15,1
PIB	4,0	4,9	4,5

Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

**PRONÓSTICO DEL CRECIMIENTO DEL PIB SECTORIAL
(PORCENTAJE)**

	2004	2005	2006
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,5	2,9	1,9
Explotación de minas y canteras	2,2	3,5	0,7
Electricidad, gas y agua	2,8	3,4	2,6
Industria manufacturera	4,8	2,2	3,1
Construcción	9,7	10,0	6,1
Edificaciones	30,3	3,7	4,0
Obras civiles	(19,2)	24,2	10,0
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,8	8,8	5,7
Transporte, almacenamiento y comunicación	5,1	5,4	6,1
Establecimientos financieros seguros inmuebles y servicios a las empresas	4,3	3,6	3,2
Servicios sociales, comunales y personales	2,7	4,2	5,0
Intermediación financiera medida indirectamente	12,2	9,9	5,5
Subtotal valor agregado	3,8	4,2	3,8
PIB	4,0	4,9	4,5
Impuestos menos subsidios	6,9	14,4	12,4
Servicios financieros netos de SIFMI (*)	1,9	1,4	2,3
Transables	3,6	3,4	3,3
No transables	4,3	5,8	5,2

(*) Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente.
Fuente: DANE. Cálculos Banco de la República.

estuvieron dentro del rango previsto en el informe anterior y no se anticipan cambios en las tendencias, éstos siguen siendo el principal elemento de incertidumbre.

Los pronósticos de inflación que se presentan en este informe suponen que, en 2006, el precio internacional del petróleo se mantendrá en los altos niveles observados en el año anterior. Para el crudo de referencia para Colombia (WTI) se prevé un nivel promedio de US\$ 65,8 el barril²⁰, similar a lo contemplado en el informe de septiembre y mayor al de 2005 (US\$58,52). En términos de los crudos exportados por Colombia, el pronóstico anterior significaría un precio promedio de US\$52,7, un aumento respecto a lo observado en 2005 (US\$47,1).

Para la economía colombiana, al igual que para la mayoría de economías de la región, uno de los riesgos principales es el de aumentos mayores a los esperados en las tasas de interés de los Estados Unidos en respuesta al posible surgimiento de presiones inflacionarias permanentes estimuladas por los ya altos precios del petróleo y/o por aumentos adicionales. Las mayores tasas y los altos precios podrían

En 2006, el precio internacional del petróleo se mantendrá en los altos niveles observados en el año anterior.

²⁰ Estos pronósticos corresponden a las del WEO del FMI y son ligeramente diferentes a las de AIE, presentadas anteriormente.

Se espera que la tasa de interés de la Fed se sitúe en 5% en 2006.

lesionar el desempeño económico de los Estados Unidos y de buena parte de la economía mundial con consecuencias adversas sobre los términos de intercambio, la demanda externa y los flujos de capital.

Sin embargo, en este informe no se le asigna una alta probabilidad al anterior escenario de riesgo. Por el contrario, el pronóstico de inflación supone que la economía mundial y la de nuestros socios comerciales crece a un buen ritmo, aunque levemente inferior que el del año anterior, y que los precios de nuestros principales productos de exportación se mantienen en niveles relativamente altos. Se espera que la tasa de interés de la Fed alcance el 5% (frente a 4,75% del informe anterior) y permanezca en ese nivel el resto del año y que las tasas de más largo plazo se mantengan relativamente bajas. En este entorno, los capitales externos seguirían llegando al país en montos semejantes a los observados en 2005.

En vista de lo anterior, en el escenario central de inflación se supone que las presiones hacia la depreciación del peso serán muy moderadas y que, de presentarse, lo harían en la segunda mitad del año, principalmente. No se considera probable que el escenario político interno o el de los países de la región altere este panorama.

Como ya se ha precisado en informes anteriores, incluso si se llegara a materializar un escenario de mayor riesgo, las probabilidades de que afecte la economía colombiana son limitadas, por lo menos por un tiempo. Ello se debe a que se daría en un contexto de altos precios del petróleo, uno de los principales rubros de exportación del país. Además, si la desaceleración se concentra en los Estados Unidos y en algunos países industrializados, la fuerte demanda china y de otras economías emergentes tendería a evitar un colapso en los precios de otros productos primarios de exportación del país. Igualmente, para el caso de las exportaciones no tradicionales, Colombia contaría todavía con el dinamismo de mercados petroleros como el venezolano que no se verían seriamente afectados por una desaceleración en los Estados Unidos. Por último, el mayor volumen de reservas internacionales acumulado en años recientes y el menor nivel de endeudamiento, tanto público como privado, han reducido la vulnerabilidad de la economía ante cambios en los flujos de capital.

2. Supuestos internos

En este informe nuevamente se han aumentado los pronósticos de crecimiento interno para el año que termina y se mantiene el pronóstico para 2006. Como se mencionó en secciones anteriores, las cifras del tercer trimestre de 2005 estuvieron por encima de las previsiones efectuadas en el informe de septiembre y mostraron una fortaleza del consumo de los hogares que no se anticipaba.

El nuevo crecimiento proyectado para 2005 es de 4,9%, frente al 4,7% contemplado anteriormente. La cifra actual supondría un crecimiento anual de 4,4% para el PIB del cuarto trimestre, que aunque menor que el del tercero, no implica un quiebre en las tendencias de la economía ya que la desaceleración obedecería a factores puramente estadísticos.

El nuevo crecimiento proyectado para 2005 es 4,9%, que supone un crecimiento anual de 4,4% en el cuarto trimestre.

Para 2006 se ratificó el pronóstico de crecimiento de 4,5% que se estimó hace tres meses. En este año estaría impulsada por la demanda interna, en mayor proporción de lo que se observó en 2005. Aunque se espera que la inversión siga desempeñando un buen papel, el consumo de los hogares sería el principal factor de expansión. Así mismo, se espera que se mantenga el dinamismo del gasto público, en parte apoyado en mayores programas de inversión en infraestructura de transporte.

No se prevén cambios en las condiciones de confianza de inversionistas locales y externos hacia el país, como tampoco por parte de los consumidores. Para estos últimos, el aumento reciente del empleo podría significar incluso un aumento en el optimismo respecto de la evolución futuras de la economía.

Las condiciones de amplia liquidez y de crédito para financiar la inversión y el consumo que se presentaron en la segunda mitad de 2005 no se modificarían sustancialmente durante el año, por lo que la demanda interna, y en particular el consumo, contarán con recursos abundantes. Adicionalmente, los niveles de endeudamiento de hogares y firmas se mantienen por debajo de sus promedios históricos. Finalmente, el aumento en el valor de los activos, entre ellos el de la finca raíz en algunos sectores específicos, conlleva un efecto riqueza positivo que también puede estimular el consumo.

Las mediciones de brecha del producto utilizadas en el modelo central se modificaron nuevamente en este informe. Ante la evidencia de un mayor crecimiento, desde el *Informe sobre Inflación* de septiembre se había efectuado una revisión de este indicador que determinó un cierre frente a la estimación realizada en los informes previos.

Para el presente informe la estimación de la brecha se redujo a -0,2% para el promedio de 2005, frente a un nivel de -0,6% obtenido hace tres meses (Gráfico 52 y Cuadro 12, para los valores trimestrales respectivos). De esta forma, se considera que, para efectos práctico, la brecha del producto se cerró a finales del año pasado y que a comienzos de 2006 estaría muy cerca de cero o en niveles ligeramente positivos. No obstante, se debe enfatizar que dichas estimaciones tienen un alto grado de incertidumbre.

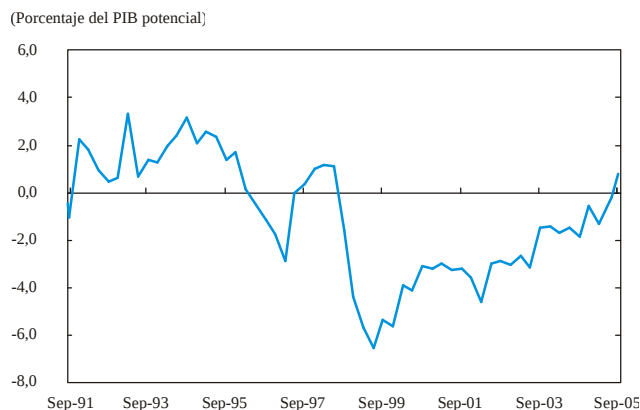
3. Pronósticos de inflación

Los modelos de corto plazo del banco redujeron su pronóstico de inflación total al consumidor para los dos primeros trimestres del año frente a lo que se mostró en el informe de septiembre. Los resultados sugieren que la inflación caería por debajo del punto medio del rango meta durante el primer trimestre del año y permanecería en estos niveles durante el segundo trimestre (Cuadro 12).

La brecha del producto estaría muy cerca de cero a comienzos de 2006.

GRÁFICO 52

BRECHA DEL PRODUCTO



Fuente: Banco de la República.

PRÓNOSTICOS DEL MODELO CENTRAL (MMT)

	Inflación total	Inflación de alimentos	Inflación sin alimentos				Brecha del producto
			Total	No transables	Transables	Regulados	
Dic-05	4,9	6,6	4,1	4,6	2,2	6,6	(0,2)
Mar-06	4,1	4,3	4,1	4,8	2,5	5,1	(0,1)
Jun-06	4,2	3,9	4,3	4,9	2,5	6,0	0,1
Sep-06	3,9	3,6	4,0	4,7	2,2	6,0	0,2
Dic-06	4,0	3,8	4,1	4,8	2,3	6,6	0,3
Mar-07	4,9	5,6	4,6	4,9	2,8	7,9	0,3
Jun-07	4,7	5,0	4,5	4,8	2,9	7,5	0,2
Sep-07	4,6	4,6	4,6	4,8	3,2	7,5	0,1
Dic-07	4,4	4,4	4,4	4,7	3,1	7,0	(0,1)

Fuente: Banco de la República.

La tendencia prevista para la inflación en el corto plazo es similar a la obtenida en el informe anterior y estaría explicada por una fuerte reducción de la inflación de alimentos, en particular de los de origen primario. Para la inflación sin alimentos no se anticipa una reducción en los próximos meses y por el contrario, se proyecta un leve repunte hacia el segundo trimestre frente al nivel de diciembre de 2005. Aún así, los pronósticos de corto plazo para esta última canasta son ahora menores que los presentados en el informe de septiembre²¹.

La relativa estabilidad de la inflación sin alimentos en los próximos seis meses esconde dos movimientos opuestos. Por un lado, un aumento leve de la inflación de no transables (sin alimentos ni regulados) a niveles de 4,9% en junio. Por otro, una reducción importante de la inflación de regulados, en particular en marzo, que la dejaría por debajo del nivel diciembre de 2005. La inflación anual de transables no cambiaría mucho en el corto plazo (2,5%), permaneciendo ligeramente por encima del dato de fin de año (2,2%), gracias al efecto de la apreciación acumulada.

Hacia el mediano y largo plazos, el escenario central del MMT presentó cambios importantes en sus pronósticos frente a lo obtenido en el informe de septiembre, en particular en lo que tiene que ver con 2007. Para ese año el modelo prevé mayores riesgos de aumentos en la inflación, para alimentos y para el resto (IPC sin alimentos).

Para la segunda mitad de 2006, el MMT prevé una inflación estable y por debajo de las cifras observadas a finales de 2005 (Cuadro 12). En particular, para diciembre de 2006, el pronóstico es 4,0%, un poco por encima del obtenido en el informe

En el corto plazo, la inflación tendría una tendencia decreciente gracias al comportamiento del precio de los alimentos.

²¹ Mientras en septiembre se esperaba una inflación sin alimentos de 4,6% y 4,5%, para marzo y junio de 2006, en la actualidad, dichos pronósticos son de 4,1% y 4,3%, respectivamente.

de septiembre, pero ampliamente por debajo del punto medio del rango meta definido por la JDBR (entre 4,0% y 5,0%) y también mucho menor que el registro de finales de 2005 (4,85%). Para 2007, sin embargo, el MMT muestra un aumento de la inflación a niveles de 4,4% (a diciembre).

Como en pronósticos anteriores, en esta oportunidad la caída de la inflación total entre diciembre de 2005 y diciembre 2006 iría acompañada de una importante reducción de la inflación anual de alimentos (Cuadro 12). Ella se concentraría en la primera mitad de 2006 y no se revertiría durante la segunda mitad del año pero sí en 2007. De acuerdo con el modelo, para diciembre de 2006 su nivel sería de 3,8%, significativamente menor que el registro de finales de 2005. Los aumentos para 2007 podrían ser hasta 2 pp y se concentrarían a comienzos de año.

La tendencia que prevé el modelo para los alimentos es coherente con los altos precios relativos observados en 2005 (especialmente de los alimentos perecederos). Lo sucedido con alimentos en enero²² de 2006 apoya estos pronósticos. Se debe tener en cuenta que los modelos del Banco tienden a pronosticar acertadamente las tendencias de la inflación de alimentos a horizontes entre uno y tres trimestres. Sin embargo, los niveles de confiabilidad se reducen mucho para las magnitudes propiamente dichas, en especial mientras mayor sea el horizonte de pronóstico. Así las cosas, aunque no es arriesgado esperar disminuciones en 2006, existe un alto riesgo de que su nivel al cierre del año sea superior al contemplado en este informe.

Respecto a la inflación más relevante en términos de política monetaria –la inflación sin alimentos– el MMT pronostica poca variabilidad en 2006 y niveles inferiores al punto medio del rango-meta. En diciembre de 2006 la inflación sin alimentos estaría en 4,1%, el mismo nivel que se observó a finales de 2005 (Cuadro 12). Por el contrario, para 2007 se espera un repunte que la situaría en 4,4% para finales de año. Este quiebre en la tendencia de largo plazo constituye un cambio importante respecto de los pronósticos presentados en el informe de septiembre, cuando se preveía estabilidad en la inflación sin alimentos en torno a 4% para 2007.

De acuerdo con los canales de transmisión de la política monetaria, el bajo nivel de la inflación sin alimentos en 2006 y el cómodo cumplimiento de la meta en ese año descansarán, en buena parte, en las pocas presiones inflacionarias que provenirían del tipo de cambio. Esta circunstancia haría posible que la inflación de transables se mantenga alrededor de 2,5% durante todo el año (Cuadro 12). Con respecto al informe de septiembre, hubo un aumento en los pronósticos de 2006

Para 2006, el pronóstico de inflación total es de 4,0%, pero para 2007 aumenta a 4,4%.

²² En momentos en que se producía este informe el DANE dio a conocer los resultados de la inflación de enero de 2006. La inflación total al consumidor cayó a 4,56%, en parte gracias a la reducción de la inflación anual de alimentos a 6,12%. La inflación anual sin alimentos también cayó a 3,88%.

La inflación básica se mantendría estable en 2006 y repuntaría en 2007.

La apreciación y el comportamiento favorable de los regulados mantendría baja la inflación sin alimentos en 2006.

A un horizonte más largo, disminuiría la contribución del tipo de cambio a la reducción de la inflación básica.

Para 2007 la ayuda de regulados es menos clara por posibles aumentos en los precios de combustibles y transporte.

que podría atribuirse más al dinamismo de la demanda interna que a presiones adicionales en el frente cambiario.

A un horizonte más largo, la contribución del tipo de cambio es más difícil de precisar. Hacia 2007, se espera un ligero repunte de la inflación de transables, a pesar de lo cual seguiría por debajo de la inflación total y promedio esperada para ese año y en niveles compatibles con las metas de largo plazo. Dicha tendencia supone mayores presiones hacia la devaluación que las que se observarían en 2006, pero éstas, de todas maneras, serían moderadas.

Otro factor que mantendría baja la inflación sin alimentos durante buena parte de 2006 sería un comportamiento relativamente favorable de los precios de los servicios regulados. Los pronósticos para finales de este año (6,6%) se redujeron de manera considerable frente a los que se esperaba en el informe de septiembre (8,8%) y ello se explica sobretodo por las previsiones más favorables en materias de precios de servicios públicos (Cuadro 12).

Para 2006 todavía se esperan presiones alcistas por cuenta de los combustibles y servicios de transporte público, asociadas con los altos precios internacionales del petróleo y con el desfase que todavía existe entre éstos y los domésticos²³. Sin embargo, dichas alzas serían contrarrestadas por ajustes bajos (o incluso disminuciones) en las tarifas de varios servicios públicos. En particular, no se descartan reducciones en las tarifas de acueducto en algunas ciudades como resultado de la introducción de nuevas fórmulas reguladoras en los últimos meses. Tampoco se consideran improbables ajustes pequeños en las tarifas de energía, ya que, por regulación, éstas tienden a estar atadas a la evolución del tipo de cambio.

Para 2007, la ayuda de regulados es menos clara ya que los precios de los combustibles y del transporte continuarán ejerciendo presiones alcistas. Ello por cuanto los precios internacionales del crudo se mantendrían altos y el rezago de los precios internos no se habría eliminado completamente a finales de 2006.

Los efectos a la baja en la inflación de transables, regulados y alimentos serían parcialmente contrarrestados por una tendencia alcista prevista para la inflación de no transables (sin alimentos ni regulados). De acuerdo con el MMT en su escenario central, la inflación de este subgrupo tenderá aumentar en 2006, con respecto a los niveles observados hacia finales de 2005. Para 2007 no se observarían aumentos adicionales, pero estos se mantendrían todavía por encima de los niveles de 2005. Tanto para 2006 como para 2007, el registro estaría por encima de las metas y rangos anunciados por la JDBR como objetivos de la política

²³ Estos pronósticos no tienen en cuenta la reducción de precios que ya sucedió a comienzo de febrero y que podría continuar gracias a la introducción y masificación del etanol. Su introducción en el país se inició a finales de 2005 en el sur occidente, pero sin tener aún efectos importantes sobre la inflación. Su uso en Bogotá apenas comenzaba cuando se preparaba este informe.

monetaria²⁴. Estas proyecciones están por encima de las previstas en el informe de septiembre.

El comportamiento esperado de la inflación de no transables no es sorprendente si se tiene en cuenta que la economía colombiana ha tenido un dinamismo mayor que el previsto, especialmente en la demanda interna. De acuerdo con el modelo central, esta variable, medida a través de la brecha del producto, es la que tiene mayor influencia en el desempeño de los no transables junto con las expectativas de inflación.

En la actualidad se estima que las presiones inflacionarias provenientes de la demanda para 2006 y 2007 son mayores que las previstas en el informe de septiembre y podrían aumentar con el tiempo. Esta circunstancia se recoge con el cierre de la brecha para 2005. A partir de este supuesto, el modelo central pronostica (endógenamente) una brecha positiva para 2006 y 2007. Es decir, a diferencia de lo que aconteció desde 1999, para los próximos años no se espera que la demanda y la brecha contribuyan a reducir la inflación de no transables. Con respecto a las expectativas, su reducción reciente y el cumplimiento de la meta en 2005 contribuirían a disminuir las presiones inflacionarias en 2006. Sin embargo, este efecto resulta compensado con las presiones que podrían surgir por el lado del crecimiento interno y de una brecha del producto cerrada.

El distanciamiento de la inflación de no transables de las metas de inflación de largo plazo complica la reducción de la inflación hacia el futuro debido al peso de esta canasta dentro del IPC total (37%). Además, para 2006 y 2007, hace depender el cumplimiento de las metas y rangos anunciados, de circunstancias con un alto margen de incertidumbre, como son la evolución favorable de los precios de alimentos primarios y combustibles y la existencia de bajas presiones en el frente cambiario.

Conviene recordar que los pronósticos de largo plazo que aquí se muestran contemplan una política monetaria activa que es compatible con el cumplimiento de la meta de largo plazo establecida por la Junta en 3%. En otras palabras, incluso con dichos ajustes, el MMT muestra que la inflación de no transables y la inflación total podría distanciarse de las metas de inflación de largo plazo en 2007.

En síntesis, para 2006 y 2007 la inflación estará determinada por:

- Pocas presiones por el lado del tipo de cambio que permitirán mantener en niveles bajos la inflación de transables.
- Una inflación de regulados alta pero con alguna tendencia descendente que reduciría las presiones inflacionarias en 2006 en comparación con lo que

Las presiones inflacionarias provenientes de la demanda para 2006 y 2007 son mayores que las previstas en el informe de septiembre y podrían aumentar con el tiempo.

El distanciamiento de la inflación de no transables de las metas de inflación de largo plazo complica la reducción de la inflación hacia el futuro debido al peso de esta canasta dentro del IPC total.

²⁴ Además del rango meta para 2006 entre 4,0% y 5,0%, en noviembre 18 la JDBR se comprometió a fijar el punto medio para el rango meta de 2007 entre 3% y 4,5%. Para el largo plazo, la Junta ha anunciado una meta alrededor de 3%.

Se estima que los riesgos son hacia una inflación superior a la contemplada en el escenario central.

sucedió en otros años. Sin embargo, dicha tendencia podría revertirse para 2007.

- Una inflación de alimentos en descenso en 2006 que debería ayudar al cumplimiento de la meta. Para 2007 podrían esperarse repuntes significativos.
- En contravía con los factores desinflacionarios anteriores, en 2006, la dinámica de la demanda interna empezaría a generar presiones sobre la inflación de no transables. Para 2007, las presiones serían más fuertes y podrían alejar la inflación de sus metas.
- Expectativas bajas y decrecientes de inflación y una mayor credibilidad en la política monetaria que facilitarían el cumplimiento de la meta en 2006. Sin embargo, el estancamiento de la inflación en 2007 frenaría reducciones adicionales en esta variable, la cual podría empezar a jugar en contravía del cumplimiento de las metas.

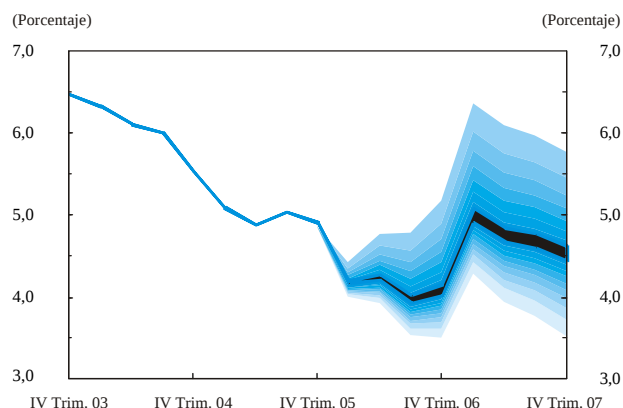
4. Balance de riesgos

El Gráfico 53 –*Fan Chart*– presenta la senda central del pronóstico de inflación total acompañada de su distribución de probabilidades, la cual ilustra el nivel de incertidumbre que se asocia con dicha proyección. En la elaboración de esta distribución se tienen en cuenta los principales factores de riesgo con respecto al pronóstico central, que se considera como el más probable.

En general, se estima que los riesgos son hacia una inflación superior a la contemplada en el escenario central. Son varias las razones por las cuales el pronóstico central se sesgó hacia arriba:

GRÁFICO 53

DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDADES DEL PRONÓSTICO DE LA INFLACIÓN (FAN CHART)



PROBABILIDAD ACUMULADA DE OBSERVAR UNA INFLACIÓN AL CONSUMIDOR PARA EL RANGO INDICADO

Rangos de inflación (%)	Probabilidad (%)							
	2006				2007			
	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.
mayor a 5,5	0,0	0,0	0,5	4,0	39,1	25,6	20,2	13,7
menor a 5,5	100,0	100,0	99,5	96,0	60,9	74,4	79,8	86,3
menor a 5,0	100,0	97,5	95,6	85,4	33,4	50,3	57,7	67,8
menor a 4,5	95,9	70,5	77,6	62,0	7,9	21,6	29,5	41,4
menor a 4,0	2,4	6,6	36,9	27,4	0,5	3,7	7,8	16,1
menor a 3,5	0,0	0,0	2,0	2,6	0,0	0,2	0,9	3,4
menor a 3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4

Fuente: Cálculos del Banco de la República.

- El pronóstico central de inflación no tiene en cuenta plenamente el papel que desempeñan los costos laborales en la formación de precios. Para 2006 se autorizó un incremento del salario mínimo nominal de 6,95%. En términos reales dicho incremento es el más alto de los últimos años y podría generar presiones de costos y de precios mayores que las contempladas en la senda central, si no es acompañado por ganancias equivalentes en la productividad. Así mismo, este aumento puede inducir incrementos altos en los salarios de otros segmentos del mercado laboral.
- Las presiones hacia la depreciación del tipo de cambio para 2007, de acuerdo con diversos escenarios de balanza de pagos, podrían ser mayores que las que predice el MMT.
- El pronóstico de inflación de alimentos que arroja el MMT para 2006 puede ser excesivamente optimista dada la historia reciente de estos precios. Además, desde finales de la década de los noventa, los precios relativos de alimentos han tendido a aumentar, lo que, significa que sus ajustes en precios (al consumidor) han tendido a superar los del resto de bienes y servicios.
- En 2006 y en 2007, la inflación de regulados puede ser mayor que la prevista en el escenario base, sobre todo por ajustes mayores a los esperados en los precios de los combustibles. Este balance, sin embargo, no tiene en cuenta la reducción en estos precios que podría acompañar la introducción del etanol en el mercado colombiano.
- Buena parte de los riesgos sobre el pronóstico de crecimiento y su efecto sobre el resultado final de inflación provienen del contexto externo por varias circunstancias, anteriormente mencionadas:
 1. Los altos precios del petróleo.
 2. La eventualidad de una destorcida en los precios de la finca raíz.
 3. La probabilidad de que se mantengan las ganancias en la productividad en los Estados Unidos.
 4. Los desequilibrios macroeconómicos en los Estados Unidos.
 5. El ciclo político en América Latina .
- De concretarse algunas de estas circunstancias, se podría esperar una menor entrada neta de capitales a las economías emergentes, y un menor dinamismo de sus exportaciones no tradicionales. Ello acarrearía una tendencia más fuerte hacia la depreciación en 2006 y 2007 que la prevista en este informe, aumentando así la posibilidad de un aumento en la inflación especialmente a partir de 2007.

La probabilidad de que la inflación total sea igual o inferior a 4,5% en 2006 es 62%.

Para 2007, existe una alta probabilidad de que la inflación se ubique por encima de 4,5% .

Dado el balance de riesgos anterior, la probabilidad de que la inflación total sea igual o inferior a 4,5% (punto medio del rango meta) en diciembre de 2006 es 62%, frente al 60,2% contemplado en el Informe anterior. La probabilidad que esta se sitúe por debajo del techo del rango meta es 85%, también similar a la del informe anterior. Así, estos resultados indican que es altamente probable cumplir la meta de inflación este año y que, además, no se puede descartar que la inflación termine el año por debajo del punto medio del rango meta.

Para el año 2007, un buen desempeño de la inflación es menos probable, incluso si se realiza una política monetaria activa. Para ese año, la probabilidad de que la inflación se ubique por encima de 4,5% es alta (59,6%). Este sesgo en la incertidumbre es problemático si se tiene en cuenta la tendencia decreciente que debería tomar la inflación para cumplir las metas de largo plazo.

LA TASA DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO NO INFLACIONARIO

Mario Nigrinis *

Uno de los aspectos fundamentales que debe tener en cuenta la política monetaria es la posición de la economía en el ciclo económico¹. Cuando la economía se encuentra por debajo del nivel del producto no inflacionario, los excesos de capacidad productiva generan presiones desinflacionarias. Por el contrario, cuando la economía está en la fase expansiva, este canal de transmisión no aporta al propósito de alcanzar una tasa de inflación más baja y, se pueden generar presiones de demanda que tienden a aumentar la inflación.

Como se muestra en este informe, el equipo técnico de la Subgerencia de Estudios Económicos (SGEE) considera que, para 2006, la economía habrá absorbido la mayor parte de los excesos de capacidad que presentó desde 1998. En este contexto, la discusión sobre la tasa de crecimiento del producto no inflacionario se hace más relevante.

En este recuadro se presenta un cálculo del crecimiento promedio esperado del PIB, en el mediano plazo, al utilizar la metodología de la contabilidad del crecimiento. Esta tasa se toma como referencia del crecimiento del PIB no inflacionario² en el mediano plazo, o crecimiento potencial.

I. La contabilidad del crecimiento

Suponiendo que el producto se puede representar a partir de una función de producción tipo Cobb-Douglas (ecuación 1), su crecimiento se puede descomponer entre la variación de la productividad total de los factores (PTF), la del *stock* de capital y la del empleo (ecuación 2). Así mismo, se supone que la elasticidad del producto al capital (*a*) es 0,4³.

$$(1) \quad Y_t = A_t K_t^a L_t^{1-a}$$

$$(2) \quad \frac{\hat{Y}}{Y} = \frac{\hat{A}}{A} + a \frac{\hat{K}}{K} + (1 - a) \frac{\hat{L}}{L}$$

* El autor es profesional especializado de la Unidad de Estudios Especiales del Departamento de Programación e Inflación del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas reflejan únicamente el punto de vista del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

¹ El ciclo económico es entendido como la diferencia entre el producto observado y el producto no inflacionario.

² Se considera que aunque el PIB no inflacionario es menos volátil que el PIB observado, también está sujeto a choques tanto de oferta como de demanda. Por ejemplo, al utilizar el enfoque de la función de producción, la SGEE ha estimado que la tasa de crecimiento promedio anual del PIB no inflacionario para el período 1999-2002 estuvo alrededor de 1,7%, debido a la persistencia del choque negativo a la productividad que se presentó con la recesión de 1999. Sin embargo, esto no implica que esa sea la tasa de crecimiento promedio para un período de tiempo mayor, por ejemplo 20 años.

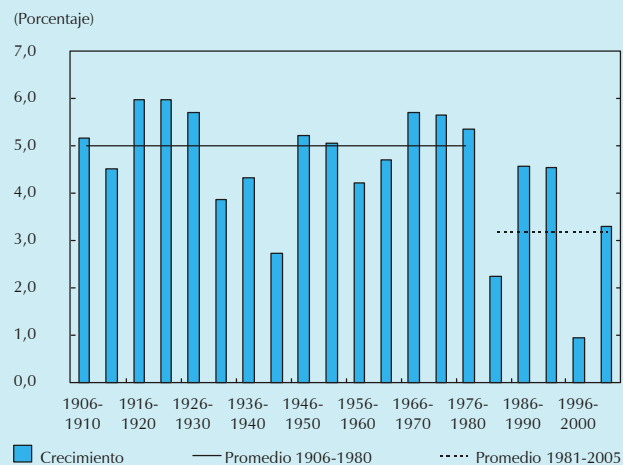
³ Este resultado es similar al que encuentra Greco (1999). "El crecimiento económico colombiano en el siglo XX: aspectos globales", en Borradores de Economía, No. 134. Banco de la República

De esta manera, es necesario analizar la evolución de los factores de producción para tener una idea de la dinámica que puede tener el producto en el futuro.

II. El crecimiento del PIB en Colombia

La información disponible, construida por el Grupo de Estudios del Crecimiento Económico Colombiano (Greco)⁴ del Banco de la República, y actualizada con la información del DANE, muestra que el crecimiento promedio del PIB para el período 1905-2005 fue de 4,5%. Este promedio se puede descomponer en dos periodos: el primero entre 1905 y 1980, durante el cual la economía creció a una tasa promedio anual de 5,0%, mientras que en el segundo período, 1981 a 2005, ésta se desaceleró a 3,1% (Gráfico R3.1). Este fenómeno no fue exclusivo de Colombia y se presentó a nivel mundial a lo largo de los últimos 25 años del siglo XX⁵.

GRÁFICO R3.1
CRECIMIENTO DEL PIB EN COLOMBIA



Fuente: DANE, Greco y Banco de la República.

III. Inversión y capital

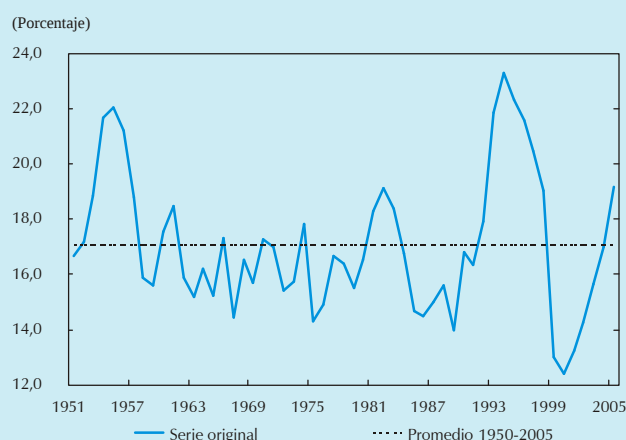
El Gráfico R3.2 muestra la inversión como porcentaje del PIB en los últimos 50 años. Para este período la media fue 17,1%. Se destaca el auge de la inversión que se presentó en la primera mitad de la década de los noventa y la fuerte caída en 1999, como producto de la recesión. Así mismo, se observa que el crecimiento económico de los últimos tres años está asociado con una recuperación de la inversión.

⁴ Véase Greco (1999). "El desempeño macroeconómico colombiano – series estadísticas (1905-1997) (segunda versión)", en Borradores de Economía, No. 134, del Banco de la República, mayo.

⁵ Véase Montenegro, Armando; Rivas, Rafael (2005). *Las piezas del rompecabezas*, Editorial Taurus.

Esta dinámica de la inversión se refleja en la evolución del *stock* de capital que se muestra en el Cuadro R3.1. El crecimiento promedio entre 1951 y 2005 fue de 4,4%. Para que en los próximos años se mantenga esta tasa de crecimiento, se requiere que la relación entre la inversión y el PIB se establezca alrededor de 19.6%, es decir 2,5 puntos porcentuales por encima del promedio histórico de los últimos 50 años.

GRÁFICO R3.2
INVERSIÓN (FBKF) COMO PROPORCIÓN DEL PIB



Fuente: DNP, Greco y Banco de la República.

CUADRO R3.1
CRECIMIENTO DEL STOCK DE CAPITAL

Período	Porcentaje
1951-1955	5,5
1956-1960	4,2
1961-1965	3,7
1966-1970	4,3
1971-1975	4,9
1976-1980	5,0
1981-1985	4,9
1986-1990	3,2
1991-1995	6,6
1996-2000	3,8

Fuente: Banco de la República.

IV. Empleo

La información sobre el crecimiento del número de ocupados que se utilizó para este ejercicio proviene del DANE para siete ciudades⁶, entre 1989 y 2005. Al agregar la información en quinquenios, se encuentra que el número de ocupados creció en promedio 3,6%, en el período de 1991 a 1995, 1,4% de 1996 a 2000 y 3,1% de 2001 a 2005. En este ejercicio se supone que la economía tiene la capacidad de generar empleo a una tasa similar a la observada durante la primera mitad de la década de los noventa.

V. Productividad total de los factores

La dinámica del *residuo de Solow* es la variable más importante para explicar el proceso de crecimiento económico de un país. La desaceleración del crecimiento que se presentó, a nivel mundial, a finales del siglo XX, estuvo acompañada por una caída en la tasa de crecimiento promedio de la productividad. Montenegro y Rivas (2005)⁷ señalan que la contribución de la

⁶ Bogotá, Medellín, Barranquilla, Cali, Bucaramanga, Manizales y Pasto.

⁷ Véase la nota de pie de página número 5.

PTF al crecimiento colombiano para el período entre 1975 y 1995 fue cercana a cero (-0,65% para todo el período). Así mismo, presentan los resultados del estudio de Bosworth y Collins, según el cual el crecimiento promedio de la PTF para el período de 1960 a 2000 fue de 0,44% por año y para el período de 1960 a 1995, antes de la recesión, fue 0,85%⁸. La metodología de la función de producción que utiliza la SGEE para calcular los excesos de capacidad de la economía, muestran que la PTF creció 0,4% por año entre 2001 y 2005.

Para el cálculo del crecimiento sostenible no inflacionario o de largo plazo, se consideran dos escenarios posibles: el primero considera que el crecimiento de la PTF mantiene la tendencia observada entre 1960 y 2000 (crecimiento de 0,44% por año). El segundo escenario contempla la posibilidad de una recuperación en el crecimiento de la productividad, previo a la crisis de 1999 (crecimiento de 0,85% por año).

VI. Resultados

Con los supuestos de crecimiento para el *stock* de capital, el empleo y la productividad se estima el crecimiento del PIB no inflacionario para Colombia en los próximos años. Se encuentra que la tasa de crecimiento del producto, a mediano plazo, varía entre 4,3% y 4,8%. Los resultados se presentan en el Cuadro R3.2.

El resultado que se presenta en este ejercicio se considera “optimista” al tener en cuenta los siguientes factores:

1. La inversión como proporción del PIB se mantiene de manera permanente, por encima de su promedio de los últimos 50 años. Esto implica que la tasa de ahorro del país aumenta,

CUADRO R3.2
TASA DE CRECIMIENTO DEL PRODUCTO, LA PRODUCTIVIDAD Y DE LOS FACTORES
(PORCENTAJE)

Escenario	PIB	PTF	Capital	Trabajo
Medio 1/	4,3	0,44	4,3	3,3
Alto 2/	4,8	0,85	4,3	3,3

1/ Corresponde a un escenario donde el crecimiento promedio anual de la PTF es similar al del período 1960-2000.
2/ Corresponde a un escenario donde el crecimiento promedio anual de la PTF es similar al del período 1960-1995.
Fuente: Banco de la República.

⁸ Los autores muestran que a pesar de lo desalentador de este resultado, Colombia presenta un crecimiento promedio de la productividad superior al promedio de América Latina (0,40%), entre 1960 y 2000. Sin embargo, este resultado dista mucho del promedio para los países asiáticos (1,22%) para el mismo período.

o que se presenta el flujo de ahorro externo neto necesario para financiar el mayor déficit en cuenta corriente.

2. La economía es capaz de generar empleo a una tasa similar a la observada en la primera mitad de la década de los noventa.

Para alcanzar tasas de crecimiento más altas –por ejemplo 6,0%– sería necesario impulsar reformas estructurales que permitan aumentar la tasa de crecimiento de la productividad y de la acumulación de factores. Probablemente ello requerirá reformas fiscales que permitan aumentar de manera permanente el ahorro público, una reforma tributaria estructural que elimine las distorsiones que genera la actual estructura tributaria, y otras medidas dirigidas a aumentar la flexibilidad y el grado de competencia en los mercados de bienes y factores. Estas políticas pueden mejorar los incentivos de los agentes económicos para invertir y para ser más productivos.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTRANJEROS

Este es un recuento de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía colombiana para 2006 y 2007. Al momento de la consulta los agentes contaban con información a diciembre de 2005.

I. Proyecciones para 2006

En el Cuadro A1 se presentan los pronósticos para 2006. En promedio, los analistas locales mejoraron en 25 pb su pronóstico de crecimiento (frente al realizado el trimestre anterior) al situarse en 4,3% y los extranjeros en 42 pb para ubicarse en 4,1%. Es posible que las expectativas hayan mejorado una vez se conoció el crecimiento del tercer trimestre (5,7% anual). Esto confirmaría que los resultados de la actividad económica continúan sorprendiendo al mercado y, debido a las tendencias recientes, podrían seguirlo haciendo.

**CUADRO A1
PROYECCIONES PARA 2006**

	Crecimiento del PIB real (Porcentaje)	Inflación IPC (Porcentaje)	Tasa de cambio nominal (fin de)	DTF nominal (Porcentaje)	Déficit fiscal (Porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo (13 ciudades) (Porcentaje)
Analistas locales						
Revista <i>Dinero</i>	4,1	4,6	2.300	7,1	1,7	11,5
Citibank Colombia	4,2	4,6	2.350	6,7	1,6	10,8
Banco Santander	4,0	4,7	2.350	7,2	2,0	12,0
BBVA Ganadero	4,2	4,5	2.373	6,9	2,0	10,4
Suvalor-Bancolombia	4,4	4,5	2.353	6,5	1,8	n.d.
Corfivalle	4,5	4,8	2.374	7,5	2,5	12,5
Fedesarrollo	4,4	4,5	2.362	6,5	2,3	10,5
Promedio analistas locales	4,3	4,6	2.352	6,9	2,0	11,3
Analistas externos						
C.S. First Boston	4,0	5,0	2.342	7,0	2,0	10,8
Bear Stearns	5,2	4,2	2.350	7,0	1,5	10,0
Goldman Sachs	3,9	4,7	2.370	9,0	2,0	11,2
UBS	4,0	5,0	2.350	8,3	2,0	12,3
Merrill Lynch	3,8	5,1	2.500	8,0	2,0	n. d.
IDEA Global	4,2	4,9	2.350	6,5	2,0	10,6
J. P. Morgan Chase	4,0	4,5	2.375	6,7	2,0	n. d.
Deutsche Bank	4,0	4,7	2.449	7,0	1,1	12,5
Promedio analistas externos	4,1	4,8	2.386	7,4	1,8	11,2

n. d.: No disponible.

Fuente: Revista *Dinero* y Consensus Forecast.

En cuanto a la inflación, el pronóstico de los analistas locales se mantuvo en 4,6%, mientras que el de los extranjeros disminuyó en 10 pb, al situarse en 4,8%. Puesto que la inflación en 2005 fue 4,85%, estos pronósticos suponen que la inflación debe disminuir ligeramente en lo que resta del año. Como ocurre desde hace más de un año, todos los analistas confían en el cumplimiento de la meta (entre 4% y 5% para 2006) y sus pronósticos se sitúan ligeramente por encima del punto medio del intervalo.

Con respecto al tipo de cambio, en promedio los analistas bajaron su pronóstico \$64 (desde hace un año cada trimestre, en promedio, revisan a la baja sus pronósticos, en \$93, para 2006). Es decir, que esperan que la divisa se deprecie 3,6%, en promedio, en comparación con el precio de fin de 2005 (la máxima depreciación esperada es de 8% y la mínima de 0,69%). Esto sugiere que la duración y magnitud de la apreciación continúa sorprendiendo a los analistas, y que dicha sorpresa se sigue incorporando muy lentamente dentro de sus pronósticos.

En lo concerniente a la DTF, la mayoría de los analistas corrigieron sus pronósticos a la baja. El promedio de los locales se sitúa en 6,9% y el de los analistas extranjeros en 7,4 % (desde hace un año ambos han reducido sus pronósticos para 2006 en promedio en 31 pb, por trimestre). Sin embargo, ningún analista espera reducciones adicionales en la DTF (cayó 130 pb en 2005 frente al final de 2004, al ubicarse en 6,4%) y, en promedio, prevén que aumente 80 pb en 2006. Para el déficit fiscal esperan que sea del orden de 1,9%, 100 pb por debajo del nivel que pronosticaban desde hace nueve meses. Por último, corrigieron a la baja, en promedio, en 70 pb el pronóstico sobre desempleo en trece ciudades, para situarse en 11,3%.

II. Proyecciones para 2007

El Cuadro A2 muestra algunos pronósticos para 2007. En materia de crecimiento, los analistas locales prevén 4 % y los extranjeros 3,9%. Para la inflación, los analistas locales esperan que sea 4,2% y los extranjeros 4,7%, ligeramente por encima del techo del rango que señaló la JDBR para la definición de la meta de inflación de ese año (entre 2,5% y 4,5%). En cuanto al tipo de cambio, esperan en promedio una devaluación anual de 4,7%, frente a los pronósticos para finales de 2006. De esta manera, a finales de 2007 la tasa representativa del mercado (TRM) se ubicaría en \$2.480, que es un nivel similar al observado en julio de 2002.

Estos pronósticos implican una devaluación acumulada del peso de 8,6% entre 2006 y 2007 frente a los niveles que alcanzó a finales de 2005. En promedio, los analistas esperan que el 40% de esta devaluación ocurra en 2006 y el restante 60% en 2007; cuatro de los quince analistas esperan que sea 50% cada año y sólo uno de ellos espera que el 80% de la devaluación acumulada ocurra este año.

CUADRO A2
PROYECCIONES PARA 2007

	Crecimiento del PIB real (Porcentaje)	Inflación IPC (Porcentaje)	Tasa de cambio nominal (fin de)
Analistas locales			
Revista Dinero	4,1	4,2	2.410
Citibank Colombia	3,9	4,4	2.480
Banco Santander	4,0	4,0	2.450
BBVA Ganadero	3,7	4,0	2.456
Suvalor-Bancolombia	4,0	3,8	2.424
Corfivalle	3,8	4,8	2.499
Fedesarrollo	4,2	4,0	2.472
Promedio analistas locales	4,0	4,2	2.456
Analistas externos			
C. S. First Boston	4,0	4,5	2.366
Bear Stearns	5,0	4,0	2.420
Goldman Sachs	3,6	4,4	2.490
UBS	3,9	5,0	2.500
Merrill Lynch	3,0	5,4	2.675
IDEA Global	4,0	5,0	2.450
J. P. Morgan Chase	3,8	4,5	2.525
Deutsche Bank	4,2	4,9	2.609
Promedio analistas externos	3,9	4,7	2.504

Fuentes: Revista *Dinero* y Consensus Forecast.

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES

Antecedentes: Informe sobre Inflación de septiembre, 2005

En el *Informe sobre Inflación* de septiembre, se encontró evidencia de una brecha del producto más cerrada frente a lo que se estimaba en los informes anteriores. Este hecho estaba respaldado en los datos de crecimiento del segundo trimestre, la revisión de las cifras anteriores del PIB por parte del DANE, y los resultados de la aplicación de nuevas metodologías para la estimación de la brecha. De esta manera, el supuesto de brecha de producto promedio para 2005 pasó de -1,4% en el informe de junio, a -0,6% en el Informe de septiembre.

Adicionalmente, el análisis de la macroeconomía mostraba que era factible esperar que se mantuviera el buen ritmo de crecimiento del PIB en los siguientes trimestres y que permanecieran las presiones revaluacionistas sobre la tasa de cambio.

En este contexto y teniendo en cuenta diferentes escenarios que incorporaban la incertidumbre sobre el tamaño de la brecha y sobre la tasa de cambio, el modelo central de pronóstico mostraba que, a corto plazo, no había espacio para reducir las tasas de interés de intervención, mientras que a mediano y largo plazos, la política monetaria debía sustituir la postura expansionista por una posición neutral, con el fin de evitar una aceleración de la inflación en el futuro.

Con base en estos elementos, la JDBR decidió mantener inalterada la tasa de interés de los Repos de expansión en 6% en la reunión de octubre 28 de 2005. Igualmente, la Junta reiteró su compromiso de seguir interviniendo en el mercado cambiario y acordó con el Gobierno nacional la realización de operaciones de venta de reservas internacionales por un monto no menor a US\$3.000 millones. Como resultado de la política de intervención, durante el tercer trimestre el Banco de la República hizo compras discrecionales por US\$1.935 m, para un total de US\$3.550 m entre enero y septiembre. Esta cifra superaba el total de compras de divisas que había hecho el Banco en 2004 (US\$2.905 m).

Decisiones de política monetaria en el cuarto trimestre de 2005

En octubre se presentó un repunte de la inflación por choques de oferta que afectaron la inflación de alimentos (luego de un incremento en septiembre) y de algunos regulados. Pese al carácter transitorio de los choques, éstos aumentaron el pronóstico de inflación para el año y, probablemente, afectaron en algún grado las expectativas de inflación, como lo sugerían las encuestas.

De otro lado, el análisis de los indicadores mostraba que se mantenía el dinamismo de la economía y que se continuaban presentando presiones hacia la apreciación del tipo de cambio. En este contexto, la JDBR decidió mantener inalterada la tasa de interés de los Repos de expansión en 6% en la reunión de noviembre 18, al tiempo que mantenía su política de intervención discrecional en el mercado cambiario (Cuadro A). Iguaes decisiones se tomaron en la reunión de la JDBR de diciembre con respecto a la política monetaria y cambiaria.

CUADRO A
MODIFICACIONES DE LAS TASAS DE INTERVENCIÓN DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
(PORCENTAJE)

Fecha (*)		Contracción		Expansión	
		Lombarda	Subasta	Subasta	Lombarda
2001	17 de dic.	6,25	7,50	8,50	12,25
2002	21 de ene.	6,00	7,00	8,00	11,75
	18 de mar.	5,25	6,25	7,25	11,00
	15 de abr.	4,25	5,25	6,25	10,00
	20 de may.	3,75	4,75	5,75	9,50
	17 de jun.	3,25	4,25	5,25	9,00
2003	20 de ene.	4,25	5,25	6,25	10,00
	29 de abr.	5,25	6,25	7,25	11,00
2004	23 de feb.	5,00	6,00	7,00	10,75
	23 de mar.	4,75	5,75	6,75	10,50
	20 de dic.	4,50	5,50	6,50	10,25
	22 de dic.	n.a.	n.a.	6,50	10,25
2005	19 de sep.	n.a.	n.a.	6,00	9,75

n.a. No se aplica. Desde el 22 de diciembre de 2004, el Banco suspendió las operaciones de contracción monetaria (subasta y lombarda).

(*) Corresponde al día hábil inmediatamente posterior a la decisión de la JDBR.

Fuente: Banco de la República.

Como resultado de la política de intervención, el Banco de la República hizo compras discrecionales de divisas por US\$1.108 m en el cuarto trimestre del año, para un total de US\$4.658 m de compras discrecionales en 2005 (Cuadro B). De este total, US\$3.250 m fueron vendidos al Gobierno nacional con el propósito de prepagar deuda externa.

Por otro lado, en la sesión del 18 de noviembre, la JDBR fijó la meta de inflación del año 2006 en el rango entre 4% y 5%, con 4,5% como meta puntual para efectos legales. Adicionalmente, se acordó que el punto medio de la meta de inflación en 2007 estará entre 3% y 4,5% con el propósito de mantener el proceso de convergencia hacia la meta de largo plazo de 3%.

Para la reunión de enero, la JDBR evaluó el comportamiento de la economía colombiana caracterizada por los siguientes elementos principales: 1) un contexto externo e interno favorables que han posibilitado un crecimiento alto de la economía y de la demanda interna, en particular; 2) una apreciación cambiaria significativa desde 2004 que ha permitido que la inflación de transables se sitúe en niveles bajos y estables, por debajo de la meta de inflación;

CUADRO B
OPERACIONES DE COMPRAVENTAS DE DIVISAS DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
(MILLONES DE DÓLARES)

	2004	2005				
		I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	Acumulado Ene-Dic
Compras	2.905	603	841	1.935	1.108	4.658
Opciones Put	1.580	0	0	0	0	0
Para acumulación de reservas internacionales	1.400	0	0	0	0	0
Para el control de la volatilidad	180	0	0	0	0	0
Intervención discrecional	1.325	603	841	1.935	1.108	4.658
Ventas	500	250	0	700	1.300	3.250
Gobierno nacional	500	250	0	700	1.300	3.250
Compras netas	2.405	353	841	1.235	(192)	1.408

Fuente: Banco de la República.

3) una inflación de no transables sin regulados y sin alimentos, estable en los últimos trimestres;
4) expectativas de inflación decrecientes; 5) tasas de interés reales bajas respecto a su patrón histórico.

Adicionalmente, los indicadores de actividad económica disponibles sugerían que los excesos de capacidad en la economía eran cada vez menores. El dato de crecimiento del tercer trimestre (publicado por el DANE a finales del año anterior) había superado todas las expectativas y mostraba una demanda interna creciendo a una tasa anual de 10,3%. En conjunto, esta información sugería un cierre adicional de la brecha del producto frente al nivel presentado en septiembre. Por esta razón el supuesto de brecha de producto promedio para 2005 disminuyó de -0,6% a -0,2%.

En este contexto, los principales factores que determinarían el comportamiento de la inflación básica en los próximos cuatro a ocho trimestres serían la evolución de los excesos de capacidad y del tipo de cambio, las expectativas de inflación y la presencia o ausencia de presiones inflacionarias de costos y salarios. Por lo tanto, para las decisiones de la política monetaria, era necesario evaluar la senda posible de estas variables en el horizonte de tiempo en el cual esta política afecta las variables macroeconómicas relevantes (entre cuatro y ocho trimestres). De acuerdo con el análisis del equipo técnico, estas tendencias eran las siguientes:

- En 2006 no tendría lugar un aumento en la inflación de transables, aunque las condiciones en 2007 podrían ser diferentes debido a la caída en los ingresos por exportaciones de petróleo (dadas las actuales proyecciones de precios y cantidades exportadas).
- En 2006 los excesos de capacidad productiva contribuirían en menor grado a contener las presiones inflacionarias de demanda frente a años anteriores. Los pronósticos del equipo técnico sobre el crecimiento del PIB en 2006 aumentaron de 4% a 4,5%.

- El desempeño de la inflación en 2006 se vería beneficiado con el comportamiento de las expectativas de inflación, que, de acuerdo con las encuestas están más alineadas con la meta que en otros años. En particular, esto debería incidir favorablemente en los ajustes de precios en contratos que suelen concentrarse, en una alta proporción, en el primer trimestre.
- Los aumentos recientes en salarios, incluyendo el del salario mínimo, podrían comenzar a generar presiones de costos, aunque ello dependerá de la magnitud y permanencia de las ganancias en la productividad laboral.
- En 2006 la inflación de regulados se mantendría en niveles similares a los observados a finales de 2005 (alrededor de 6%), con algún incremento hacia finales de año.

En el caso de la inflación de alimentos, los modelos mostraban una disminución importante desde el primer trimestre de 2006 con respecto a los niveles en los que se situó a finales de año (6,5%). Este pronóstico, sin embargo, tenía un carácter incierto, especialmente en cuanto a la magnitud de los cambios, incluso en horizontes cortos.

Los resultados de las simulaciones del modelo central de pronóstico ratificaron los resultados que se habían obtenido en los meses anteriores, en el sentido de que no había espacio para efectuar una reducción en las tasas de interés a pesar de la tendencia hacia la apreciación. En efecto, aunque la probabilidad de cumplir la meta de inflación de 2006 era alta (incluso por debajo del punto medio del rango meta), en 2007 la situación podría ser diferente: la inflación de transables aumentaría y los excesos de capacidad ya no serían suficientes para contener las presiones inflacionarias que se derivarían del continuo dinamismo de la economía. De otro lado, la inflación de alimentos, que contribuiría a bajar la inflación en 2006, operaría en dirección contraria en 2007.

En este contexto, los resultados del modelo sugerían que a lo largo del año sería necesario disminuir gradualmente el estímulo monetario sobre la economía como condición necesaria para mantener una senda de inflación decreciente hacia las metas de largo plazo. Al mismo tiempo, dada la incertidumbre de los pronósticos de las principales variables determinantes de la inflación (la brecha del producto, la tasa de cambio, las expectativas y el crecimiento de la productividad), era necesario sujetar el ritmo de ajuste de la política monetaria al análisis de la evolución de la macroeconomía y de sus perspectivas. En particular, la evolución de la inflación y de las expectativas de inflación en el primer trimestre del año, constituían una información clave para reducir el margen de error de los pronósticos de la inflación en el corto y en el mediano plazos.

A partir de los elementos anteriores, la JDBR decidió mantener inalterada la tasa de interés de los Repos de expansión en 6% en la reunión del 27 de enero de 2006. Adicionalmente, con base en la evaluación de la situación cambiaria y en las proyecciones de la balanza de pagos, la JDBR decidió mantener el esquema de intervención discrecional en el mercado cambiario.