



INFORME SOBRE
INFLACIÓN

SEPTIEMBRE DE 2006

BANCO DE LA REPÚBLICA

BOGOTÁ, D.C., COLOMBIA

ISSN - 1657 - 7973

CONTENIDO

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS	4
RESUMEN: SITUACIÓN INFLACIONARIA EN SEPTIEMBRE Y SUS PERSPECTIVAS	7
I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL	11
A. CONTEXTO EXTERNO	11
B. VARIABLES FINANCIERAS	13
C. ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EMPLEO	17
D. SITUACIÓN INFLACIONARIA A SEPTIEMBRE	23
E. DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN	26
RECUADRO 1: GLOBALIZACIÓN E INFLACIÓN	32
II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS	37
A. CONTEXTO EXTERNO, BALANZA DE PAGOS Y TIPO DE CAMBIO	37
B. CONTEXTO INTERNO	43
C. PRONÓSTICO DE INFLACIÓN	48
RECUADRO 2: EL FENÓMENO DE EL NIÑO Y SU POSIBLE IMPACTO EN COLOMBIA	54
RECUADRO 3: ¿QUÉ HA PASADO CON LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS?	59
ANEXO. PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS	65
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES	69

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 del petróleo WTI, Bolsa de Nueva York	13
Gráfico 3	Inflación anual al consumidor en los Estados Unidos	13
Gráfico 4	Tasa de cambio nominal de diferentes monedas latinoamericanas frente al dólar	13
Gráfico 5	Tasa representativa del mercado	14
Gráfico 6	Índice de tasa de cambio real	14
Gráfico 7	Cartera bruta M/L: tasas de crecimiento anual	15
Gráfico 8	Tasas de interés nominales	16
Gráfico 9	Tasas de negociación de los TES, tasa fija en el mercado secundario, SEN	16
Gráfico 10	Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia	17
Gráfico 11	Índice del precio real de la vivienda nueva	17
Gráfico 12	Crecimiento anual real del PIB trimestral	17
Gráfico 13	PIB de la construcción de vivienda y edificaciones	18
Gráfico 14	Crecimiento anual de las importaciones de bienes de consumo en dólares	19
Gráfico 15	Exportaciones no tradicionales	20
Gráfico 16	Inflación anual al consumidor	23
Gráfico 17	Indicadores de la inflación básica, variación anual	24
Gráfico 18	Inflación de transables sin alimentos ni regulados, variación anual	24

Gráfico 19	Inflación de no transables sin alimentos ni regulados, variación anual	24
Gráfico 20	Inflación de arriendos y "resto", variación anual	25
Gráfico 21	Inflación de alimentos, variación anual	25
Gráfico 22	Inflación de alimentos perecederos y procesados, variación anual	26
Gráfico 23	Inflación de regulados, variación anual	26
Gráfico 24	Expectativas de inflación a 1 año	27
Gráfico 25	Utilización de capacidad instalada	28
Gráfico 26	Brecha del producto	29
Gráfico 27	(A) Crecimiento del producto	30
	(B) Producto urbano por hora trabajada	30
Gráfico 28	Inflación anual del IPP de importados y devaluación	30
Cuadro 1	Agregados monetarios, variación anual promedio	15
Cuadro 2	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	18
Cuadro 3	Crecimiento real anual del PIB sectorial	21
Cuadro 4	Indicadores del mercado laboral para el tercer trimestre del año	22
Cuadro 5	Comportamiento de la inflación en el tercer trimestre de 2006	23

II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

Gráfico 29	Crecimiento adicional del consumo por efecto riqueza	39
Gráfico 30	Índice de precios del total de <i>commodities</i> , sin petróleo WCF	41
Gráfico 31	Importaciones de bienes de consumo	44
Gráfico 32	Promedio de los índices de la encuesta de consumo de Fedesarrollo	44
Gráfico 33	(A) Trabajos y obras de ingeniería civil	45
	(B) Trabajos de construcción y edificaciones	45
Gráfico 34	Crecimiento porcentual anual real del PIB	47
Gráfico 35	Distribución de probabilidades del pronóstico de la inflación (<i>Fan Chart</i>)	51
Cuadro 6	Pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales	38
Cuadro 7	Precios internacionales	41
Cuadro 8	Balanza de pagos de Colombia	42
Cuadro 9	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	44
Cuadro 10	Crecimiento anual del PIB real sectorial	46
Cuadro 11	Pronósticos del modelo central (MMT)	49

SITUACIÓN INFLACIONARIA EN SEPTIEMBRE Y SUS PERSPECTIVAS

- Durante el tercer trimestre la inflación al consumidor se incrementó de 3,9% en junio a 4,6% en septiembre, y el promedio de los indicadores de inflación básica pasó de 3,7% a 4,2% en el mismo período. Estos aumentos no ponen en riesgo el cumplimiento de la meta para el año, la cual está fijada en un rango entre 4% y 5%.
- El aumento de la inflación se debió, fundamentalmente, a factores de oferta que afectaron los precios de los alimentos y de los bienes y servicios regulados; también, hubo un ligero incremento en la inflación de transables, como resultado de la depreciación en el segundo trimestre.
- El crecimiento de la economía colombiana en el segundo trimestre estuvo significativamente por encima de lo esperado. Los indicadores de la actividad real sugieren que el dinamismo se mantuvo en el tercer trimestre con un buen comportamiento de la demanda privada, tanto de inversión como de consumo. La fuerte expansión y aceleración del crédito incentivaron estas tendencias.
- La demanda externa y los términos de intercambio continúan favoreciendo la expansión de las exportaciones y el aumento del ingreso nacional, al tiempo que la confianza de los hogares y las empresas se mantiene en niveles altos de acuerdo con los resultados de las encuestas. En estas condiciones, los factores internos y externos continúan siendo favorables para el crecimiento de la demanda agregada. Se prevé que este entorno se mantenga el año entrante, aunque con un menor crecimiento de la demanda mundial y, probablemente, con alguna disminución, aunque gradual, en los términos de intercambio.
- Las tasas de interés de captación y colocación del sistema financiero continúan en niveles bajos, en términos reales. La cartera de crédito continúa creciendo a tasas elevadas. El comportamiento de estas variables se explica, en parte, por una recomposición del portafolio de las entidades financieras desde TES y otras inversiones hacia cartera, lo cual le ha permitido a éstas contar con una fuente importante de recursos para crédito.
- Las expectativas de inflación para 2006 y 2007 han mostrado un repunte en respuesta a los incrementos de inflación observados en el tercer trimestre. Es posible que haya presiones inflacionarias adicionales en los próximos meses y comienzos de 2007 como resultado del fenómeno de El Niño, aumentos de precios de regulados y posibles cambios en el impuesto al valor agregado (IVA). Aunque el efecto de estos factores sobre la inflación es transitorio, puede ocurrir que se

transmita a mayores expectativas de inflación; no obstante, la autoridad monetaria estará vigilante para prevenir que ello ocurra, y para explicar a los agentes el carácter transitorio de estos movimientos en los precios.

- Los costos laborales unitarios siguen frenados por aumentos en la productividad, aunque una parte de estos incrementos puede tener un carácter cíclico, y no permanente. Los precios de las materias primas han impulsado al alza los costos de las empresas, aunque esto podría moderarse en el futuro próximo dado el comportamiento reciente de la tasa de cambio; sin embargo, de persistir el dinamismo de la demanda agregada, las presiones de costos podrían comenzar a hacerse más evidentes. En efecto, las encuestas a empresarios muestran aumentos esperados en los costos de las materias primas.
- En síntesis, las tasas de interés continúan bajas en términos reales, la economía mantiene su ritmo de crecimiento, y el canal de crédito se ha intensificado. En estas condiciones se podría esperar que continúen reduciéndose los excesos de capacidad productiva. No obstante, no se debe soslayar el probable impacto del fuerte incremento observado en la inversión privada en maquinaria y equipo sobre el producto potencial y la productividad, el cual podría aminorar dicho riesgo. De otra parte, aunque actualmente la tasa de cambio no es una fuente de presión inflacionaria, tampoco es un factor que permita sostener una reducción de la inflación en el futuro, en la medida en que, en el escenario central de la macroeconomía, no se espera una apreciación importante en 2007 y en adelante. Por otro lado, los efectos de los incrementos en las tasas de interés de intervención son aún limitados, debido al proceso de recomposición de los activos de la banca de títulos de deuda pública hacia el crédito. En la medida en que ese proceso no continúe, se esperaría que los efectos de las alzas de las tasas de intervención comiencen a sentirse con mayor contundencia sobre la evolución de la demanda agregada.
- Este conjunto de factores llevó a la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) a aumentar en 25 puntos básicos (pb) las tasas de interés de intervención en su reunión del 27 de octubre, fijando en 7,25% la tasa base para las subastas de expansión. Esta medida es coherente con los aumentos en agosto y septiembre, y se enmarca dentro de la estrategia de normalización de la política monetaria anunciada por la JDBR con el objetivo de garantizar la sostenibilidad del crecimiento económico y la convergencia gradual de la inflación hacia sus niveles de largo plazo, establecidos en el rango entre 2% y 4%.

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

En el segundo trimestre la economía colombiana se aceleró y creció más de lo previsto: el crecimiento continuó impulsado por la inversión y el consumo privados. La expansión del crédito bancario y las bajas tasas de interés cumplieron un papel importante en estos resultados.

A nivel externo, el crecimiento mundial continuó favoreciendo nuestras exportaciones: la economía estadounidense parecía encaminarse hacia un aterrizaje suave, mientras su inflación se frenaba. En este contexto disminuyeron las presiones sobre la política monetaria en ese país.

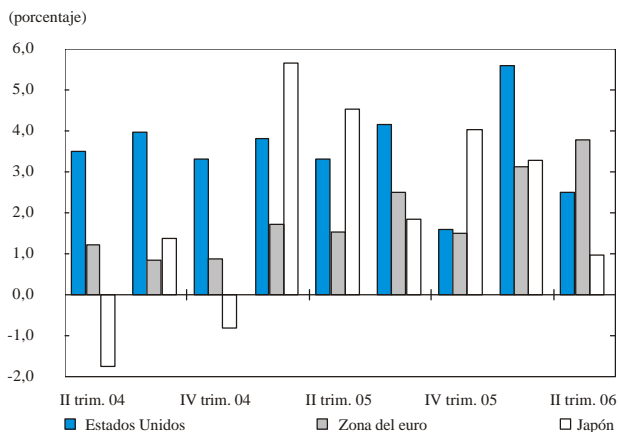
Las menores expectativas de tasas de interés externas ayudaron a estabilizar los mercados financieros a partir de julio: la desvalorización de los activos locales que se observó en el segundo trimestre se revirtió parcialmente en el tercero. Ello vino acompañado de un fortalecimiento del peso, en parte, previsto por el Informe de junio.

Durante el tercer trimestre se registró un aumento de la inflación que no fue plenamente previsto: el aumento se concentró en alimentos y regulados, aunque también se dio en otros bienes transables. Choques de oferta, precios externos y, en menor medida, la depreciación fueron los principales factores alcistas. La inflación de no transables se redujo ligeramente, sugiriendo actualmente pocas presiones de demanda.

A. CONTEXTO EXTERNO

Durante el tercer trimestre del año la economía mundial continuó expandiéndose, aunque a un ritmo un poco menor que el observado en trimestres anteriores, principalmente en los Estados Unidos. La zona del euro, Japón y otras economías emergentes mantuvieron su dinámica. Simultáneamente, la inflación en las economías más importantes dejó de subir e, incluso, cedió gracias a la caída en los precios de la energía. Esto hizo posible que los aumentos en las tasas de interés se hicieran de manera más gradual, frente a lo esperado en el pasado Informe.

En los meses precedentes, el mercado se ha concentrado en la desaceleración de la economía estadounidense. El crecimiento (trimestral anualizado) para el segundo

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


Fuente: Datastream.

trimestre fue de 2,6%¹, como resultado de una caída en la inversión residencial, un menor consumo público y una demanda externa neta negativa (Gráfico 1). Indicadores más recientes siguieron mostrando un menor dinamismo, liderados por la desaceleración del mercado de vivienda. La disminución en las ventas de vivienda nueva y usada, entre otros indicadores, ya se ha empezado a reflejar en los precios. Por otro lado, algunas cifras de industria y consumo de los hogares también indican una tendencia descendente, aunque mucho más moderada que la observada en el mercado de vivienda, apoyando la idea de un aterrizaje suave de la economía estadounidense.

Las demás economías desarrolladas, como la zona del euro y el Japón, mantuvieron su dinámica. En el segundo trimestre la zona del euro creció 3,8% (trimestral anualizada) y Japón 1,0%. Si bien el crecimiento de este último estuvo muy por debajo de lo observado en el trimestre anterior, esto sería transitorio². Para ambas economías, indicadores más recientes continúan mostrando una importante recuperación tanto del consumo, como de la inversión privada.

Por el lado de las economías emergentes la dinámica al tercer trimestre del año ha sido bastante vigorosa. El crecimiento de la economía china fue de 10,4%, levemente menor al observado hace tres meses. Al parecer, las continuas medidas adoptadas por la autoridad monetaria para evitar la sobreinversión, observada en algunos sectores, estarían mostrando algunos efectos aunque aún muy modestos. De otro lado, los principales socios comerciales de Colombia mantienen su crecimiento; así, por ejemplo, en el segundo trimestre Venezuela creció 9,2% y Ecuador 4,8%, tasas similares a las observadas en el trimestre anterior.

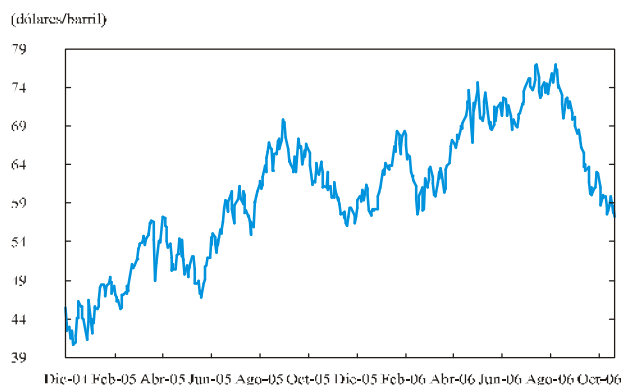
Los temores sobre un menor crecimiento de la economía estadounidense junto con algunas circunstancias favorables, tales como el aumento de los inventarios de gasolina, la leve temporada de huracanes y la mejora del entorno geopolítico mundial, permitieron una caída de US\$16 en el precio del petróleo, frente al nivel máximo observado hace tres meses. Para comienzos de octubre el precio del West Texas Intermediate (WTI) se acercaba a US\$60 por barril, inferior al que se preveía en el Informe anterior (Gráfico 2).

*Los principales socios
comerciales de
Colombia mantuvieron
un buen ritmo de
crecimiento en el
segundo y tercer
trimestres.*

¹ En momentos cuando se producía este Informe se conocieron los datos preliminares de crecimiento de la economía estadounidense al tercer trimestre, el cual fue de 1,6% (trimestral anualizado), inferior al esperado por el mercado. Tal como se esperaba, la caída más pronunciada ocurrió en el sector residencial, pues creció -17,4%, restando 1,2 puntos porcentuales (pp) al crecimiento del PIB.

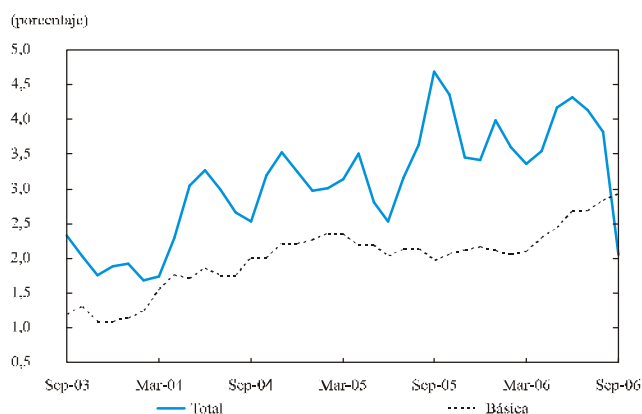
² El menor crecimiento fue resultado de factores climáticos que afectaron negativamente el consumo de los hogares.

PRECIO DEL PETRÓLEO WTI, BOLSA DE NUEVA YORK



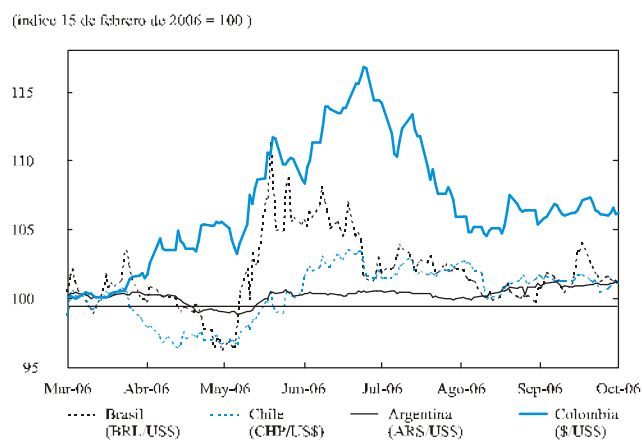
Fuente: Bloomberg.

INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR EN LOS ESTADOS UNIDOS



Fuente: Datastream.

TASA DE CAMBIO NOMINAL DE DIFERENTES MONEDAS LATINOAMERICANAS FRENTE AL DÓLAR



Fuente: Datastream.

La disminución del precio del petróleo se ha reflejado en los indicadores de inflación total de las economías desarrolladas, especialmente de la economía estadounidense. La inflación total anual a septiembre en este país cayó a 2,1%³, por debajo de la inflación básica que se sitúa en 2,9% (Gráfico 3). Esta última siguió impulsada principalmente por los arriendos. En la zona del euro y Japón, la inflación total mostró una importante disminución, mientras la inflación básica se ha mantenido baja, aunque con una moderada tendencia ascendente.

En varios de los países desarrollados las tasas de interés de intervención de los bancos centrales continuaron su tendencia ascendente, pero a un ritmo más moderado que el anticipado hace tres meses. Tal ha sido el caso de la zona del euro y Japón, en donde los bancos centrales mantuvieron los aumentos graduales. En los Estados Unidos, sin embargo, la combinación de un menor crecimiento y señales de menores presiones inflacionarias permitieron que la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) interrumpiera su estrategia de alza en las tasas; con lo cual, las tasas de largo plazo han venido mostrando una caída moderada.

Todo lo anterior permitió una corrección en la volatilidad de los indicadores financieros mundiales; así, por ejemplo, las principales bolsas del mundo han mostrado una importante valorización tras la caída observada a finales de mayo. Esta menor volatilidad también se presentó en los mercados financieros de las economías emergentes, en donde las tasas de cambio tendieron a apreciarse frente a los niveles alcanzados en junio (Gráfico 4) y las primas de riesgo país continuaron descendiendo.

B. VARIABLES FINANCIERAS

1. Tipo de cambio

La evolución reciente del tipo de cambio en Colombia ha estado enmarcada en el contexto internacional, y su

³ Adicionalmente, se debe tener en cuenta el efecto estadístico que se presenta en este mes, dado que en septiembre del año anterior la inflación presentó un aumento importante en los precios de la gasolina por los efectos del huracán Katrina.

A partir de junio retornó la confianza de los inversionistas hacia los activos locales.

desempeño ha sido similar al del resto de economías latinoamericanas. Como se mencionó en el *Informe sobre Inflación* pasado, la tendencia al debilitamiento del peso colombiano, que se registró durante el segundo trimestre del año, estuvo caracterizada por la incertidumbre en los mercados financieros, dados por aumentos no esperados en las tasas de interés internacionales. Esto se manifestó en salidas de capital de inversionistas colombianos, y en una disminución en las inversiones de portafolio de inversionistas externos; con esto, al cierre de junio el tipo de cambio alcanzó la cotización más alta en lo corrido del presente año (\$2.633 por dólar).

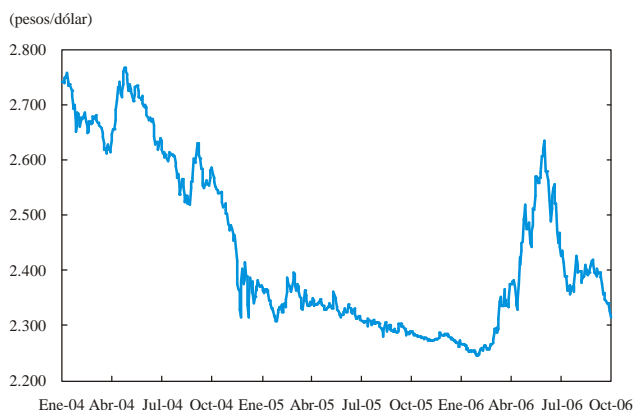
A partir de julio, con la decisión de la Fed de interrumpir su estrategia de alzas en las tasas, retornó la confianza de los inversionistas hacia las economías emergentes, incluida la colombiana; lo cual se ha reflejado en menores presio-

nes sobre el peso y demás monedas de la región, y en una reducción de las primas de riesgo-país, las cuales han alcanzado niveles cercanos a los que se registraron en el primer trimestre del año. En Colombia, la tendencia hacia la apreciación fue consolidada por las noticias de venta de empresas estatales y por aumentos en la inversión extranjera en el sector empresarial local.

Así las cosas, al finalizar octubre la prima de riesgo-país para Colombia era de 176 pb, inferior en cerca de 90 pb con respecto del valor máximo alcanzado en junio; paralelamente, la tasa de cambio nominal del peso colombiano llegó a \$2.315 por dólar el 31 de octubre del presente año (Gráfico 5). En lo corrido del año a octubre, se ha registrado una devaluación nominal anual promedio de 1,95%, y de 3,55% anual en términos reales frente a los socios comerciales (Gráfico 6).

GRÁFICO 5

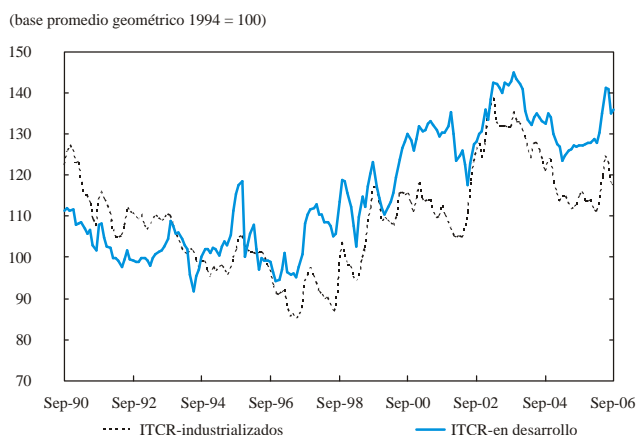
TASA REPRESENTATIVA DEL MERCADO ^{a/}



a/ Hasta el 30 de octubre.
Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 6

ÍNDICE DE TASA DE CAMBIO REAL ^{a/}



a/ Calculado con el IPP.
Fuente: Banco de la República.

2. Agregados monetarios

En el tercer trimestre el crecimiento anual de los agregados monetarios tendió a acelerarse (Cuadro 1). En el caso de M3 el aumento se explica por incrementos en el M3 privado y, en particular, por el mayor crecimiento de las cuentas de ahorro (20,5% anual, en promedio) y de las cuentas corrientes (23,4%). Este incremento pudo estar asociado con la recomposición del portafolio del público de TES y con acciones hacia pasivos del sistema financiero, iniciadas desde abril; sin embargo, desde septiembre se ha observado una importante reducción en la tasa de crecimiento de los agregados, la cual podría indicar que este proceso

AGREGADOS MONETARIOS, VARIACIÓN ANUAL PROMEDIO (PORCENTAJE)

	Base	Efectivo	M3	PSE
I trim. 06	19,42	19,81	15,02	14,33
II trim. 06	22,80	24,80	15,55	14,26
III trim. 06	27,14	29,60	18,27	16,65

Fuente: Banco de la República.

estaría revirtiéndose, al menos parcialmente, como lo sugieren la evolución del mercado accionario y la recuperación de los precios de los TES.

3. Crédito y tasas de interés

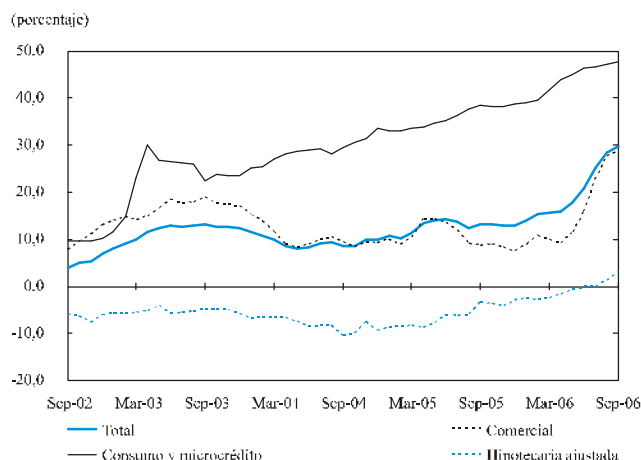
En los dos trimestres anteriores, el crédito se aceleró fuertemente en línea con el buen desempeño del consumo y el crecimiento del ahorro financiero (M3). Este dinamismo se ha presentado en los diferentes tipos de cartera (Gráfico 7). Así, la cartera total del sistema financiero en moneda legal (M/L) aumentó en \$7,5 billones (b) en el segundo trimestre de 2006 y en \$6,9 b en el tercero.

Además del aumento en la demanda de crédito, asociada con el mayor dinamismo de la actividad económica, la aceleración de cartera en los dos trimestres pasados también ha sido el resultado de una recomposición del portafolio de las entidades de crédito. En efecto, el sistema financiero fondeó buena parte del aumento en el crédito con reducciones en sus inversiones, especialmente TES, que implicaron ventas (caja) por \$1,5 b y \$3 b en el segundo y tercer trimestres, respectivamente. Además, en el segundo trimestre la expansión de la cartera también se fondeó con aumentos en los depósitos, principalmente de ahorro; sin embargo, durante el tercer trimestre esta fuente de recursos desempeñó un papel menos importante.

La liquidación de TES por parte de los bancos, y el aumento en la demanda de depósitos en el segundo trimestre, propiciado por la misma desvalorización de los TES y de las acciones, permitieron que la expansión del crédito se presentara sin presionar mucho al alza a las tasas de interés pasivas, y sin que la calidad de la cartera se deteriorara. En efecto, como lo ilustra el Gráfico 8, la tasa de los depósitos a término fijo (DTF) a noventa días pasó de un mínimo de 5,9% en abril a 6,4% en septiembre, resultado inferior al ajuste que tuvo lugar en las tasas de

GRÁFICO 7

CARTERA BRUTA M/L:
TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL

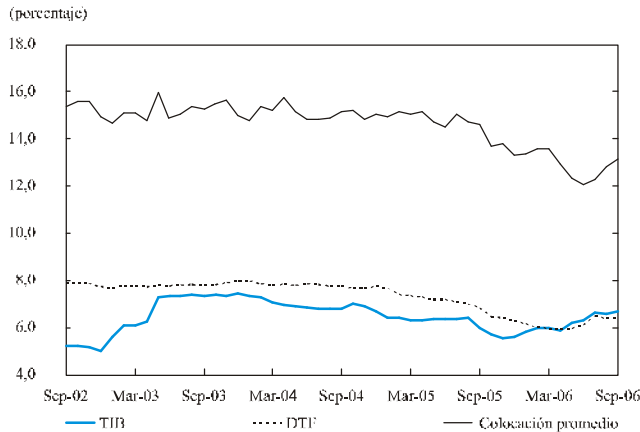


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

El sistema financiero fondeó buena parte del aumento en el crédito con reducción de sus inversiones en TES.

GRÁFICO 8

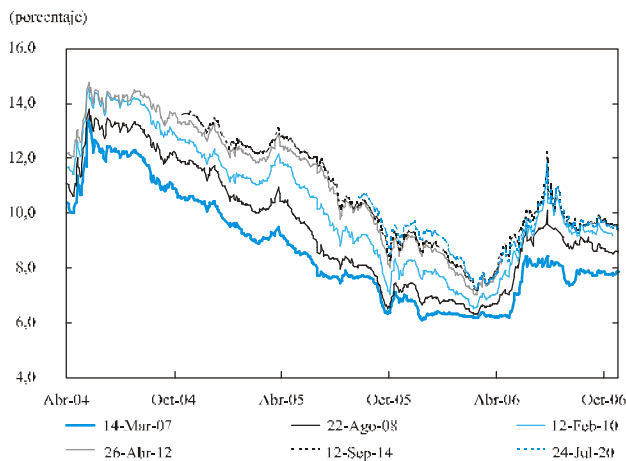
TASAS DE INTERÉS NOMINALES



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

GRÁFICO 9

TASAS DE NEGOCIACIÓN DE LOS TES^{a/}, TASA FIJA EN EL MERCADO SECUNDARIO, SEN



a/ Información a 27 de octubre de 2006.
Fuente: SEN-Banco de la República.

intervención del Banco⁴. Como era de esperarse, el ajuste de las tasa de intervención se reflejó plenamente en la tasa interbancaria.

El aumento de las tasas del Emisor también se ha transmitido muy parcialmente a las tasas activas. Mientras las tasas de los créditos dirigidos a las empresas (tesorería y comercial) sólo aumentaron ligeramente, las tasas de crédito de consumo y de tarjetas volvieron a reducirse en el tercer trimestre.

Con respecto a las tasas de interés de los TES, en el tercer trimestre las de los títulos de largo plazo tendieron a reducirse, revirtiendo parte del incremento que se había observado un trimestre atrás, como resultado del aumento en la percepción de riesgo (Gráfico 9). Hasta comienzos de octubre la corrección en las tasas de largo plazo no estuvo acompañada de una reducción equivalente en las tasas de corto plazo, por lo que el diferencial entre los tramos corto y largo (pendiente de la curva de rendimientos) se redujo, aunque sin alcanzar los bajos niveles observados a comienzos de año.

Hacia el mediano plazo es posible esperar una mayor transmisión de la tasas de interés de intervención del Banco hacia las tasas de interés de captación y colocación, lo cual sucedería si los bancos comerciales mantienen el dinamismo en la colocación de cartera, al tiempo que disminuyen la tasa de liquidación de TES. En estas circunstancias, las entidades financieras se verían obligadas a fondearse, en mayor medida, a través de la demanda de depósitos, lo que probablemente se reflejaría en una mayor presión sobre las tasas pasivas y de los certificados de depósito a término (CDT), en particular. La evidencia disponible sugiere que las tasas de CDT de más largo

plazo ya se han venido incrementando más que las de CDT a plazos más cortos.

4. Precio de activos

Durante el tercer trimestre el mercado colombiano de acciones recuperó parte del dinamismo perdido luego de las fuertes disminuciones que se presentaron

⁴ El Banco de la República incrementó su tasa de repos de expansión en 25 pb en dos oportunidades durante el tercer trimestre (agosto y septiembre); incrementos que se suman al alza por 50 pb efectuada en el segundo trimestre; así, hacia finales de septiembre la tasa de repos de expansión se situaba en 7%.

en el segundo trimestre del año (Gráfico 10). Desde julio el repunte en el precio de las acciones ha sido significativo (27,2%), aunque aún las pérdidas no se han revertido totalmente. Al igual que en el mercado de los TES, la recuperación de la bolsa estuvo asociada con menores expectativas de aumento en las tasas de interés externas, y una mayor confianza en la rentabilidad futura de los activos emitidos en pesos.

Con respecto a los precios de la vivienda nueva⁵, la información del Departamento Nacional de Planeación (DNP) muestra que, en lo corrido del año, se ha mantenido una ligera tendencia de crecimiento en términos reales. Desde mediados de 2003 los precios reales de la vivienda han subido de manera lenta, sin haber alcanzado aún los altos niveles observados a mediados de la década pasada (Gráfico 11).

C. ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EMPLEO

1. El crecimiento en el primer semestre de 2006

Según el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), el producto interno bruto (PIB) creció 6,0% en el segundo trimestre de 2006. Este dato superó los pronósticos de los analistas y los efectuados por los modelos del Banco de la República. Con la publicación del PIB para el segundo trimestre, el DANE revisó los datos de crecimiento económico para 2004 de 4,8% a 4,9%, y para el primer trimestre de 2006 de 5,3% a 5,5%. Las cifras de 2005 permanecieron inalteradas (5,2%) (Gráfico 12).

El alto crecimiento del sector de la construcción constituyó la principal sorpresa. Dicho sector se mide a partir del censo de la construcción de vivienda del DANE, y su variación por el lado sectorial se aplica según tipos de gasto en la inversión en construcción y edificaciones.

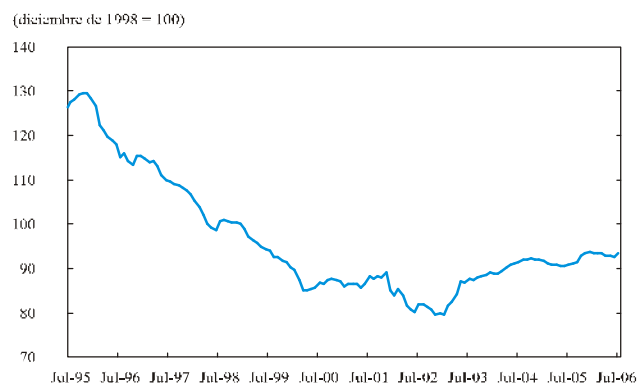
⁵ Promedio ponderado del precio de la vivienda nueva de Bogotá y Medellín.

ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA ^{a/}



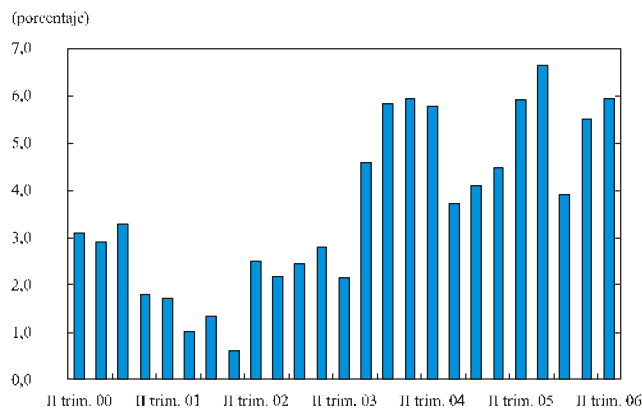
a/ Información a octubre 30 de 2006.
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

ÍNDICE DEL PRECIO REAL DE LA VIVIENDA NUEVA ^{a/}



a/ Promedio ponderado de Bogotá y Medellín.
Fuente: Departamento Nacional de Planeación (DNP).

CRECIMIENTO ANUAL REAL DEL PIB TRIMESTRAL



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

La construcción de vivienda y edificaciones había mostrado un comportamiento estable en el nivel de \$730 mil millones (mm) de 1994, entre el cuarto trimestre de 2003 y el primero de 2006. En el segundo trimestre de 2006 mostró un salto de nivel de cerca de \$180 mm de 1994, es decir, un 26% por encima de los niveles observados previamente (Gráfico 13).

El PIB acumulado para los primeros seis meses de 2006 creció 5,7% en términos reales, lo cual confirma que la economía se encuentra en una fase de expansión del

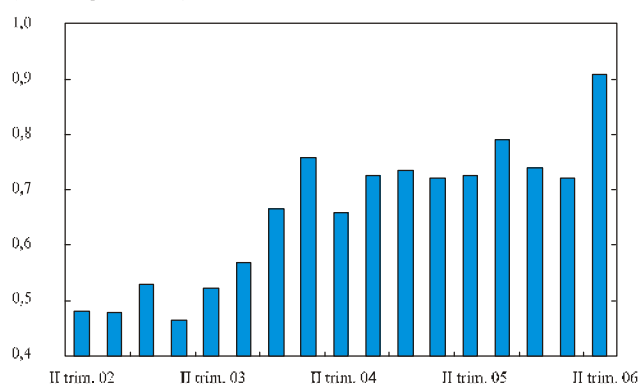
ciclo económico. Con el dato de crecimiento del segundo trimestre de 2006 se completaron trece trimestres con un crecimiento promedio por encima del 5,0%. Lo cual es sobresaliente, si se tiene en cuenta que la tasa promedio de crecimiento de la economía colombiana en el largo plazo (cien años) es de 4,5%; 4,2% en los últimos cincuenta años, y sólo 3,5% en los veinte años anteriores.

Una buena parte del crecimiento económico del primer semestre de 2006 lo explica la fortaleza de la demanda interna (Cuadro 2), en donde se destaca el crecimiento de la inversión total que se expandió a tasas cercanas al 30% en dicho período. El dinamismo del sector industrial y de las importaciones de bienes de capital ha permitido que la inversión en maquinaria y equipos continúe creciendo a tasas altas. Actualmente este

GRÁFICO 13

PIB DE LA CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDA Y EDIFICACIONES

(billones de pesos de 1994)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

CUADRO 2

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

	Tasas de crecimiento anual				I sem. 2006	
	2004	2005	I trim. 06	II trim. 06	Crecimiento	Contribución
Consumo final	4,8	4,8	4,7	4,4	4,5	3,8
Hogares	6,0	4,7	5,3	5,3	5,3	3,3
Gobierno	1,1	4,8	2,9	1,5	2,2	0,4
Formación bruta de capital	15,6	25,6	27,4	31,7	29,7	5,9
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	15,0	18,8	16,0	22,9	19,5	3,6
FBCF sin obras civiles	22,0	16,7	15,5	20,7	18,2	2,7
Obras civiles	(7,9)	28,2	17,7	33,6	25,2	0,9
Variación de existencias	28,0	156,0	372,8	121,3	182,8	2,2
Demanda interna	6,6	8,5	8,9	9,9	9,4	9,6
Exportaciones totales	10,0	5,5	7,1	0,8	3,9	0,8
Importaciones totales	19,8	21,7	23,1	18,8	20,9	4,7
PIB	4,9	5,2	5,5	6,0	5,7	5,7

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

rubro de inversión suma cerca de \$2,3 b (de 1994), 30% por encima del máximo que alcanzó en el punto más alto de la última fase de expansión en 1998.

La inversión en construcción mostró un gran dinamismo en el segundo trimestre y creció 25,6% real, lo que compensó su mal desempeño en el primer trimestre (-0,1% de crecimiento anual).

El resultado del segundo trimestre se debió, principalmente, al número registrado de obras en proceso (en parte de vivienda de interés social), y también al número de obras reiniciadas entre los meses de abril y junio de 2006. La construcción ha estado impulsada en los últimos trimestres por las condiciones de confianza de consumidores e inversionistas, así como por las bajas tasas de interés.

La formación bruta de capital fijo (FBCF) de obras civiles creció 25,2% en el primer semestre de 2006, gracias al dinamismo de la inversión del sector público en carreteras y obras de infraestructura de transporte masivo; por su parte, el sector privado ha contribuido con la inversión en el sector de telecomunicaciones, el cual estaría presentando una fuerte expansión de capacidad.

El consumo de los hogares mostró un crecimiento estable de 5,3% en el primer semestre de 2006, superior al observado en 2005 (4,7%); los bienes durables lideran el consumo con un crecimiento de 17,2% en el primer semestre. Los bienes semidurables crecieron cerca de 6,0%. Se destaca el aumento del consumo de bienes no durables y servicios que, en conjunto, se expandieron 4,3% real, por encima del crecimiento observado en 2005 (3,3%).

La expansión del consumo de los hogares entre 2005 y 2006 ha dinamizado las importaciones de bienes de consumo, las cuales se aceleraron de forma importante entre enero y agosto de 2006 (Gráfico 14). De estas compras al exterior, las que más crecieron en lo corrido del año fueron las de bienes durables (41,2%), mientras que las de bienes no durables lo hicieron 23,4%.

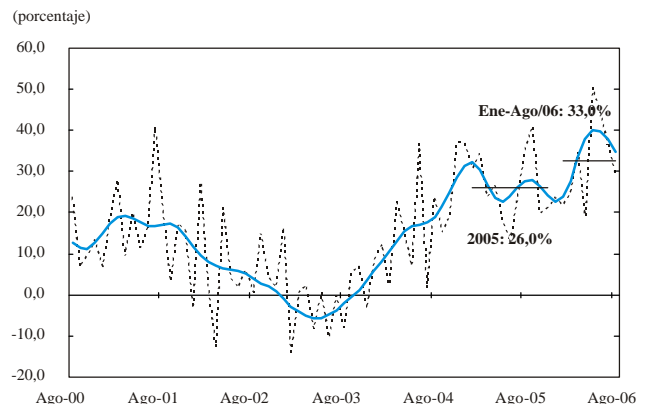
El gasto de las administraciones públicas mostró un leve crecimiento en el primer semestre de 2006, debido, principalmente, al efecto que habría tenido la Ley de Garantías Electorales sobre la contratación pública. La demanda del sector público, incluyendo las obras civiles, contribuyó sólo con 1,3 pp del 9,6% en que se expandió la demanda interna.

Las exportaciones totales mostraron un crecimiento cercano al 4,0% en el primer semestre, desempeño que se puede considerar importante cuando se tienen en cuenta los tres choques negativos de oferta que afectaron las ventas tradicionales al exterior durante ese período, a saber: la mala cosecha cafetera de 2005-2006, el paro de la carbonífera Drummond, con el cual

En el segundo trimestre la inversión en construcción creció 25,6% en términos reales, compensando el pobre desempeño del primer trimestre.

GRÁFICO 14

CRECIMIENTO ANUAL DE LAS IMPORTACIONES DE BIENES DE CONSUMO EN DÓLARES



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Los sectores que mostraron un mejor dinamismo en el primer semestre fueron los no transables.

se redujeron las toneladas exportables de carbón en cerca de 20% entre abril y mayo, y la caída de casi 45% en la extracción de oro.

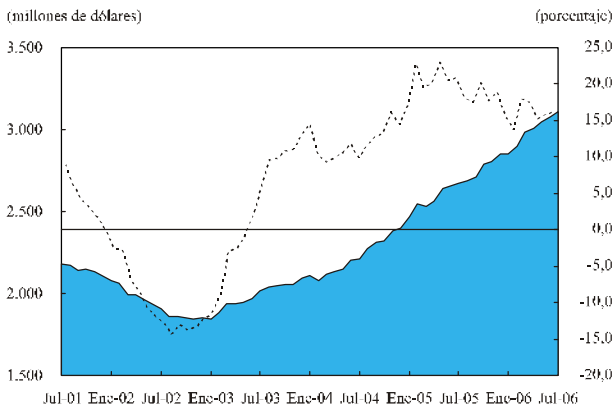
Según estimaciones del equipo técnico del Banco de la República, las exportaciones no tradicionales habrían crecido entre 6% y 10% en términos reales en el primer semestre de 2006; resultado que es coherente con la información del DANE para las exportaciones no tradicionales en dólares a julio de 2006, según la cual las dirigidas a Venezuela y a los Estados Unidos mostraban un buen dinamismo, mientras las dirigidas a Ecuador se estabilizaban en US\$100 millones (m) mensuales (Gráfico 15).

Por el lado de la oferta, los sectores que mostraron un mayor dinamismo en el primer semestre de 2006 fueron los no transables, éstos habrían crecido, en

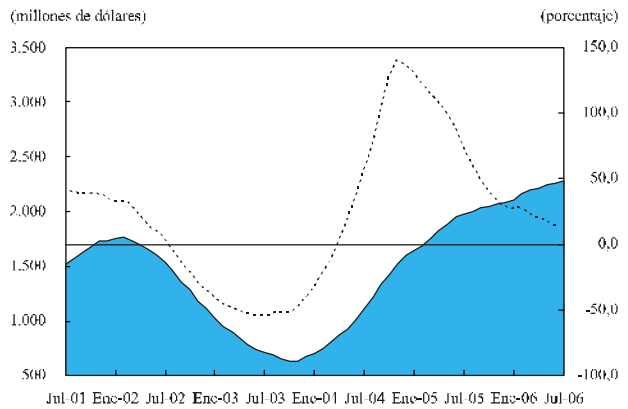
GRÁFICO 15

**EXPORTACIONES NO TRADICIONALES
(ACUMULADO DOCE MESES)**

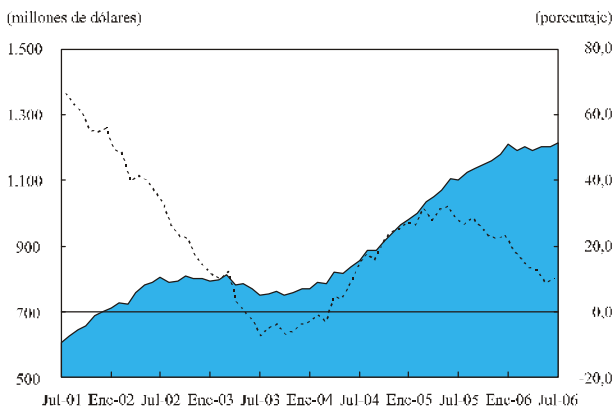
(A) A LOS ESTADOS UNIDOS



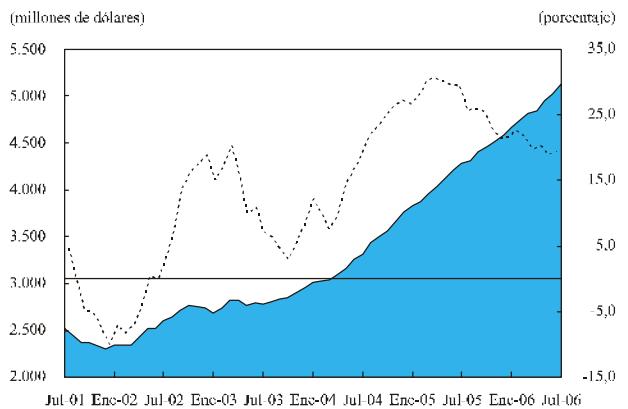
(B) A VENEZUELA



(C) A ECUADOR



(D) AL RESTO DE PAÍSES



■ Exportaciones Crecimiento (eje derecho)

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

promedio, 6,3% real, siendo la construcción, el comercio y el transporte los más dinámicos (Cuadro 3).

Por su parte, los sectores transables crecieron 4,8% real, en promedio, en el primer semestre de 2006. El crecimiento del sector agropecuario estuvo afectado por la mala cosecha cafetera del período 2005-2006, como ya se indicó, y el de la minería por el paro de la Drummond y la caída en la producción de oro. En el primer semestre la industria manufacturera creció 6,8%, en promedio, impulsada por la demanda externa e interna. En los meses de julio y agosto el DANE reportó un crecimiento de 13% de la industria, proveniente de la muestra mensual manufacturera (MMM).

El crecimiento del sector agropecuario estuvo afectado por una mala cosecha cafetera.

2. Empleo

En el tercer trimestre del año la tasa de desempleo para trece ciudades mantuvo su tendencia decreciente, pues disminuyó 1 pp; comportamiento que se explica por

CUADRO 3

CRECIMIENTO REAL ANUAL DEL PIB SECTORIAL (PORCENTAJE)

	Tasas de crecimiento anual				I sem. 2006	
	2004	2005	I trim. 06	II trim. 06	Crecimiento	Contribución
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,0	3,1	1,5	0,5	1,0	0,1
Explotación de minas y canteras	2,7	2,4	0,5	(4,4)	(2,0)	(0,1)
Electricidad, gas y agua	2,8	3,2	2,9	0,8	1,8	0,1
Industria manufacturera	7,2	3,9	7,5	6,0	6,7	1,0
Construcción	12,4	12,1	6,8	28,2	17,3	0,9
Edificaciones	29,4	3,6	(0,1)	25,2	12,6	0,4
Obras civiles	(10,0)	28,2	17,7	33,6	25,2	0,5
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	7,6	9,4	8,9	9,0	8,9	1,0
Transporte, almacenamiento y comunicación	6,2	5,0	10,6	9,9	10,3	0,8
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	4,8	3,6	6,5	(7,0)	(0,5)	(0,1)
Servicios sociales, comunales y personales	1,4	4,0	2,8	2,1	2,4	0,5
Intermediación financiera medida indirectamente	10,3	8,4	12,5	(39,1)	(16,7)	0,7
Subtotal valor agregado	4,5	4,7	5,2	5,5	5,4	5,0
PIB	4,9	5,2	5,5	6,0	5,7	5,7
Impuestos, menos subsidios	10,6	12,8	9,9	11,2	10,6	0,8
Servicios financieros netos de SIFMI ^{a/}	3,1	2,0	4,7	5,2	4,9	0,6
Transables ^{b/}	5,0	4,0	4,7	5,0	4,8	1,9
No transables	4,8	6,0	6,0	6,6	6,3	3,9

a/ SIFMI: servicios de intermediación financiera medidos indirectamente.

b/ Se supone como transables los sectores agropecuario, minero, manufacturero; los servicios de transporte aéreo, acuático, complementarios y auxiliares, y algunos servicios privados a las empresas. Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

En el tercer trimestre se habría presentado una reducción importante de la oferta laboral.

la caída de 2,4 pp en la tasa global de participación (TGP), con respecto a 2005, la cual compensó la reducción de la tasa de ocupación que pasó de 54,3% en 2005 a 52,8% en 2006. A nivel nacional la tasa de desempleo repuntó. Este aumento se presentó tanto en las cabeceras municipales (diferentes a las incluidas en el grupo de trece ciudades), como en el área rural dispersa o resto. Así mismo, se observa una disminución generalizada de la TGP y la tasa de ocupación (datos que son los más bajos desde 2001) (Cuadro 4).

En general, la información del tercer trimestre muestra una importante disminución de la oferta laboral, lo cual coincide con la introducción de cambios metodológicos de la encuesta de hogares⁶, por lo que en este momento no es posible discernir si las fluctuaciones observadas obedecen a cambios en el mercado laboral, o si por el contrario pueden ser explicadas por el cambio en el proceso de recolección de información (tamaño de muestra e informante directo). De mantenerse la disminución de la TGP, el mercado laboral se habría ajustado más de lo esperado en el Informe de junio.

Como se ha señalado en informes anteriores, una caída en la oferta laboral, como lo sugiere la reducción en la TGP, es un resultado esperado de la mejoría en los ingresos de los hogares, que permite que miembros secundarios del hogar dejen de participar en el mercado laboral y se dediquen a otras actividades, tales como el estudio o el cuidado de los hijos. El hecho de que, como se muestra en la siguiente

⁶ El cambio más importante es la respuesta del informante directo, al respecto, véase el artículo de Héctor Maldonado, ex subdirector del DANE, en el diario *Portafolio* del 20 de octubre de 2006, así como el comunicado de prensa de los resultados de la encuesta continua de hogares (ECH) para el mes de septiembre.

CUADRO 4

INDICADORES DEL MERCADO LABORAL PARA EL TERCER TRIMESTRE DEL AÑO

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Tasa global de participación						
Nacional	63,8	64,2	65,0	63,0	62,9	60,5
Cabecera	62,4	62,3	63,1	61,7	61,2	59,3
Trece ciudades	63,8	64,2	65,0	63,0	62,9	60,5
Resto	59,2	56,5	59,5	56,7	56,9	53,4
Tasa de ocupación						
Nacional	52,5	51,4	53,2	52,6	53,2	50,4
Cabecera	51,7	51,8	52,9	52,9	53,2	51,2
Trece ciudades	52,4	52,7	54,0	53,5	54,3	52,8
Resto	54,4	50,6	54,2	51,7	53,1	48,0
Tasa de desempleo						
Nacional	14,7	15,3	14,3	12,8	11,5	12,7
Cabecera	17,0	16,9	16,2	14,2	13,1	13,6
Trece ciudades	17,9	17,9	17,0	15,0	13,8	12,8
Resto	8,2	10,5	8,9	8,7	6,7	10,1

Fuente: DANE-Encuesta continua de hogares.

sección, la información disponible de los salarios muestra una aceleración en su crecimiento, sugiere que efectivamente se trata de una contracción de la oferta, al menos en el caso de las trece principales ciudades, en las cuales no se ha presentado un aumento en el número de desempleados.

La inflación al consumidor aumentó en el tercer trimestre, en buena parte, por choques de oferta.

D. SITUACIÓN INFLACIONARIA A SEPTIEMBRE

1. Aspectos generales

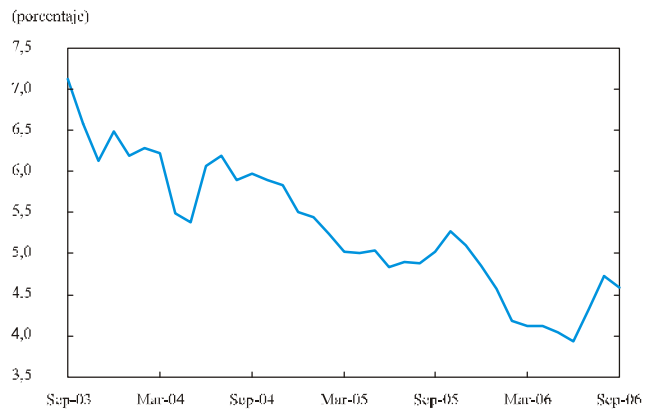
En septiembre la inflación anual al consumidor se situó en 4,6%, dentro del rango meta para 2006, pero por encima del registrado en junio (3,9%) (Gráfico 16). El repunte en la inflación en el tercer trimestre se concentró en alimentos y regulados, estuvo, sobre todo, asociado con choques de oferta originados por los aumentos en los precios internacionales de los combustibles y algunos alimentos, y por irregularidades en la producción agropecuaria; aunque también la depreciación del segundo trimestre ejerció presiones alcistas (Cuadro 5).

Los resultados de septiembre superaron los pronósticos efectuados para el Informe de junio (3,9%). Las discrepancias se originaron en alimentos y regulados, cuyos resultados fueron mayores que los pronosticados, y en no transables, con resultados menores que los pronosticados, mientras que el desempeño de transables estuvo dentro de lo esperado (Cuadro 5).

El aumento de la inflación total estuvo acompañado por un incremento en la inflación básica: a septiembre el promedio de los tres indicadores de inflación básica –núcleo 20, IPC sin alimentos e IPC sin alimentos precederos, combustibles y servicios públicos– se

GRÁFICO 16

INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

CUADRO 5

COMPORTAMIENTO DE LA INFLACIÓN EN EL TERCER TRIMESTRE DE 2006

	Inflación		Diferencia (Sep-Jun) pb	Aceleración pb	Pronóstico Informe junio
	Jun-06	Sep-06			
Total	3,9	4,6	64	64	3,9
Alimentos	4,7	6,0	130	39	4,2
Sin alimentos	3,6	4,0	40	25	3,8
Transables	2,2	2,5	30	8	2,5
No transables	4,6	4,2	(40)	(12)	4,6
Regulados	3,8	6,0	220	29	4,2

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

reducción, aunque leve, en el trimestre, ubicándose en 4,5% frente a 4,8% en junio (Gráfico 21). Esta caída se observó, en su totalidad, entre junio y julio, y se explicó por el buen comportamiento del grupo de diversión, cultura y esparcimiento, fundamentalmente. Los precios de esta subcanasta han gozado de gran estabilidad en los trimestres más recientes o, incluso, se han reducido, lo que podría estar asociado con una ampliación importante de su oferta y/o de la de bienes sustitutos. Al respecto conviene señalar que en los tres años precedentes se habría realizado un esfuerzo importante de inversión en áreas relacionadas con estos servicios, lo que puede haber ampliado sustancialmente su capacidad instalada, así como incentivado la competencia.

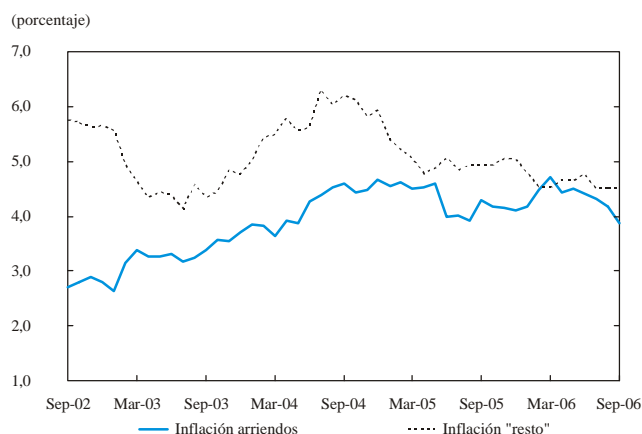
2. Los choques de oferta

Como se mencionó anteriormente, el aumento de la inflación en el tercer trimestre se debió, principalmente, a choques de oferta y a su efecto sobre los alimentos y regulados. Esta situación contrasta con la que se observó en el primer semestre del año cuando fueron precisamente estos grupos los que más contribuyeron a reducir la inflación al consumidor. En los informes de marzo y junio se advirtió que esas reducciones en la inflación podían ser transitorias, y los resultados de septiembre parecerían estarlo confirmando.

En general, en 2006 el clima parece haber producido un patrón inusual en la oferta de alimentos, lo que ha hecho más difícil predecir el comportamiento de sus precios. Así por ejemplo, la caída usual de los precios de alimentos perecederos en el tercer trimestre parece haberse adelantado hacia el segundo, debido a que las cosechas se recogieron anticipadamente como consecuencia del exceso de lluvias en la primera mitad del año. Estas mismas condiciones climáticas habrían afectado la productividad de otras actividades agrícolas en el tercer trimestre, lo que mermó las cosechas de esta época del año, impidiendo la caída normal de sus precios y acelerando la inflación anual de alimentos, la cual se situó en 6,0% en septiembre frente a 4,7% en junio (Gráfico 21).

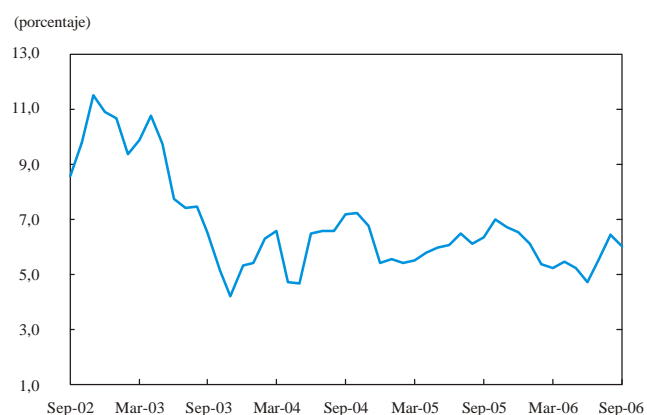
Ahora bien, no toda la aceleración de la inflación de alimentos se concentró en los perecederos ni fue por problemas climáticos (Gráfico 22). En el tercer trimestre nuevamente se presentaron aumentos en los precios internos de los alimentos procesados que habrían sido causados por los altos precios internacionales. Así

INFLACIÓN DE ARRIENDOS Y "RESTO"^{a/}, VARIACIÓN ANUAL



a/ Descomposición de la inflación de no transables sin alimentos y regulados.
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

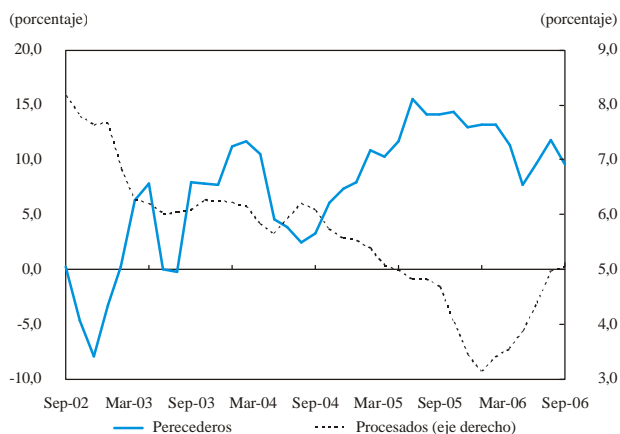
INFLACIÓN DE ALIMENTOS, VARIACIÓN ANUAL



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 22

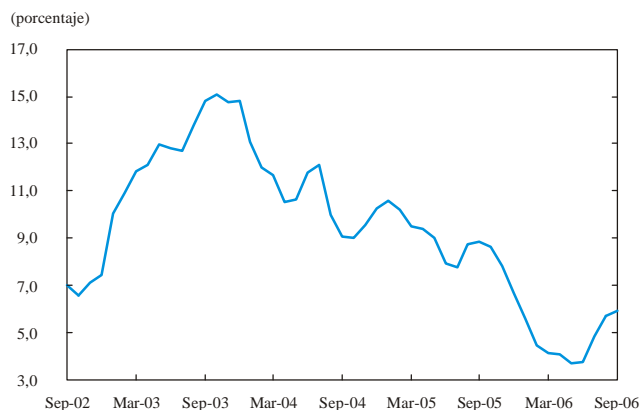
INFLACIÓN DE ALIMENTOS PERECEDEROS Y PROCESADOS, VARIACIÓN ANUAL



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 23

INFLACIÓN DE REGULADOS, VARIACIÓN ANUAL



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

mismo, sobre los alimentos perecederos también habrían pesado mayores costos de producción como consecuencia de los aumentos en los precios internacionales de varios insumos (insecticidas, herbicidas y demás productos relacionados con derivados del petróleo).

Con respecto a la inflación de regulados, en septiembre su registro fue de 5,9% frente a 3,7% en junio (Gráfico 23), cifra que fue superior a lo que se esperaba en el informe de junio (4,2%). El repunte de 220 pb se debe a incrementos en sus tres componentes: tarifas de transporte público; precios de los combustibles y precios de la energía eléctrica. En buena parte, los aumentos registrados en el tercer trimestre están ligados con las alzas en el precio internacional de los combustibles y con el mayor nivel del tipo de cambio. Los precios internos de la gasolina en Colombia todavía presentan un rezago frente a los externos y las fuertes alzas de estos últimos entre marzo y agosto indujo un aumento de los ajustes internos, con consecuencias sobre el precio del transporte.

Finalmente, cabe señalar que el comportamiento de los regulados en los dos últimos años ha cumplido un papel importante en el desempeño de la inflación sin alimentos. A lo largo de este período se han hecho presentes varios choques (cambios en la regulación de precios de los servicios públicos, nuevos criterios para la fijación de tarifas de transporte, introducción de nuevas variedades de combustibles) que han dificultado el pronóstico de los precios de esta subcanasta.

E. DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

1. Tipo de cambio

En el informe de junio se había afirmado que los efectos de la depreciación del tipo de cambio del segundo trimestre tan solo se iban a reflejar en la inflación al consumidor durante el tercero y cuarto trimestres, y que estos efectos serían modestos dada la magnitud y duración del choque. El comportamiento de la inflación en los meses recientes parecería confirmar estas previsiones. El aumento de la inflación de transables sin alimentos ni regulados fue de 32 pb, lo que aceleró la inflación total en sólo 8 pb, resultados que estuvieron dentro de lo esperado por el Informe de

junio. En alimentos, especialmente en los perecederos e importados, también se presentaron ajustes en precios que pueden ser atribuidos a la depreciación, pero también al aumento en los precios internacionales.

A nivel de los precios al productor, su respuesta a las variaciones en el tipo de cambio ha tendido a ser más rápida que la de los precios al consumidor, como lo muestra el mayor aumento que registró la inflación anual del índice de precios del productor (IPP) durante el segundo trimestre (333 pb), frente al observado en el tercero (119 pb). En esta oportunidad, las presiones alcistas no se originaron tanto en el IPP de importados como en el bienes de producidos y consumidos, incluidos los de origen industrial. Al aparecer, la depreciación reciente ha tenido un efecto retardado sobre la inflación al productor que no había sido valorada de manera adecuada anteriormente; de todas maneras, conviene tener en cuenta que parte del aumento de la inflación de producidos y consumidos puede estar relacionada con mayores precios externos, especialmente de combustibles y otras materias primas como hierro y acero.

En alimentos se presentaron ajustes en precios que pueden ser atribuidos, entre otros, a la depreciación del segundo trimestre y a aumentos en los precios internacionales.

2. Expectativas

De acuerdo con varias de las encuestas y mediciones realizadas por el Banco, las expectativas de inflación tendieron a aumentar durante el tercer trimestre, interrumpiendo la tendencia decreciente que traían desde comienzos de año. Por ejemplo, para la encuesta mensual efectuada a octubre, la inflación esperada a doce meses es de 4,5%, frente a 4,2% obtenido en la encuesta del segundo trimestre (Gráfico 24). Un repunte similar se detecta cuando se examina el comportamiento del diferencial de tasas entre títulos de deuda pública indexados (TES unidad de valor real –UVR–) y no indexados (TES tasa fija). Las expectativas estimadas a cinco años así, pasaron de 4,0% en junio a 4,7% en septiembre.

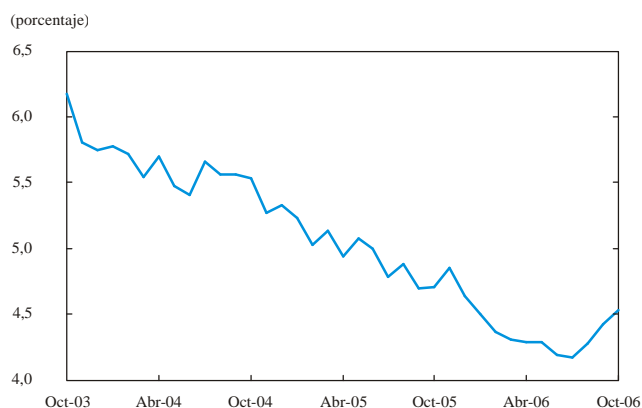
El aumento de las expectativas coincidió con el incremento de la inflación en julio y agosto, y sugiere que estas siguen teniendo un componente adaptativo importante. Así las cosas, es de esperar que durante el tercer trimestre esta variable haya dejado de ser un factor desinflacionario, tal como ocurrió durante la primera mitad del año.

3. Excesos de capacidad y presiones de demanda

En lo corrido del año el crecimiento de la economía ha fluctuado alrededor de 6%, una tasa que se sitúa por encima del promedio histórico para el país. Algo similar ha sucedido con la demanda interna, cuyo crecimiento ha sido cercano a 9,5%. Además, esta dinámica

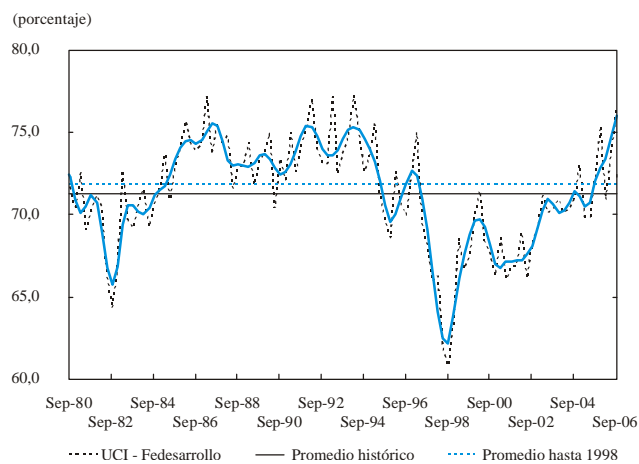
GRÁFICO 24

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A 1 AÑO



Fuente: Banco de la República, encuesta mensual de expectativas a bancos y comisionistas de bolsa.

UTILIZACIÓN DE CAPACIDAD INSTALADA



Fuente: Fedesarrollo.

se observa después de más de dos años de crecimientos superiores a los del promedio histórico.

En principio, el dinamismo sostenido del crecimiento apoyaría la idea de una reducción importante de los excesos de capacidad productiva y de un aumento en la probabilidad de observar ajustes de precios asociados con la demanda. De hecho, los indicadores disponibles muestran que los excesos de capacidad productiva se han reducido significativamente en el sector industrial, y que incluso los valores actuales de utilización de la capacidad estarían cerca de máximos históricos (Gráfico 25).

Sin embargo, hasta la fecha no se han identificado claramente presiones inflacionarias de demanda a partir de la evolución del IPC. El indicador que muestra una

correlación más estrecha con los excesos de capacidad productiva –la inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados– ha registrado algunos descensos en contravía con lo esperado. Hasta septiembre, parte de estas disminuciones fueron posibles por el comportamiento de los arriendos, pero también por descensos en otros servicios, tales como diversión y otros gastos.

De lo anterior se deduce que, en lo corrido del año, podría haber factores que han evitado presiones de demanda pese al fuerte crecimiento de la economía, dentro de los cuales cabría destacar la fuerte inversión y el ritmo de acumulación de capital, todo lo cual ha ampliado la capacidad productiva no sólo del sector industrial sino también de sectores no transables como el comercio. Por su parte, el dinamismo de la construcción de vivienda estaría aumentando la oferta en este mercado a un ritmo importante, lo que habría frenado posibles alzas en arriendos.

Igualmente, hay evidencia en favor de la presencia de choques positivos en la productividad, aunque parte de ellos pueden tener un carácter cíclico y no permanente. Esto ocurre, por ejemplo, cuando las firmas minimizan el ajuste en su planta laboral por razones de costos, y la utilizan más intensivamente ante aumentos en la demanda; sin embargo, también hay razones para pensar que una parte de los aumentos en productividad tienen un carácter más permanente. Por ejemplo, la importación y modernización de maquinaria y equipo que ha tenido lugar en muchas empresas en los últimos años probablemente aumenta la productividad total factorial, además de contribuir a la expansión de la capacidad instalada. También hay evidencias de aumentos en el grado de competencia entre las firmas, parte de los cuáles podrían ser inducidos por el fenómeno de la globalización y por la mayor inserción del país en la economía mundial (véase Recuadro 1). En 2006, todos estos fenómenos habrían creado espacio para un crecimiento mayor sin consecuencias importantes sobre precios; finalmente, no se puede descartar que en otros sectores para los cuales no existe información los excesos de capacidad productiva sean mayores que los observados en la industria.

Factores como la fuerte inversión, las ganancias en productividad y las bajas expectativas de inflación habrían limitado el surgimiento de presiones sobre precios en lo corrido del año.

Las estimaciones de la brecha efectuadas por el Banco no se modificaron en esta oportunidad frente a lo que se había obtenido en el Informe de junio (+0,5 para 2006), pese al mayor crecimiento observado frente al pronosticado (Gráfico 26). En parte, este hecho es el resultado del buen comportamiento de la inflación de no transables en los últimos trimestres, y recoge la posible presencia de los fenómenos señalados arriba. En general, a partir de esta brecha puede afirmarse que, hasta septiembre, las presiones inflacionarias de demanda eran nulas o muy pequeñas. La incertidumbre en el cálculo de la brecha sigue siendo alto, tal como lo sugiere el intervalo de confianza que usualmente acompaña las estimaciones puntuales: para 2006 este intervalo está entre -0,8% y -1,8%.

4. Salarios y productividad

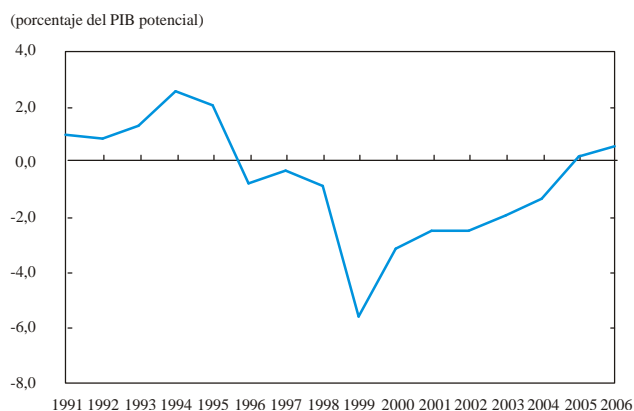
Los aumentos en salarios y en otros costos pueden ser un indicador que anticipa el surgimiento de presiones inflacionarias, por eso deben ser tenidos en cuenta en el análisis de la situación inflacionaria.

La información disponible muestra que el ritmo de ajuste de los salarios nominales podría estarse acelerando para sectores como la industria y el comercio. De acuerdo con la MMM, en agosto el incremento nominal para los salarios industriales fue un poco superior al 9,0%, una tasa mayor que la observada en el primero y segundo trimestres (7,8% y 8,1%, respectivamente). La muestra de comercio al por menor refleja un comportamiento similar para el salario del comercio; en principio, de mantenerse esta dinámica, podrían aumentar los riesgos de que surjan presiones en el mediano plazo.

No obstante, el mayor ritmo de ajuste de los salarios parecería estar siendo compensado, por lo menos en parte, por ganancias en productividad. Como se ha señalado en informes anteriores, los indicadores de esta medida sólo se pueden obtener de manera indirecta mediante el uso de otras variables; por tanto, siguiendo la estrategia de informes pasados, a continuación se presenta la evolución del producto por hora trabajada como indicador idóneo de la productividad del trabajo.

Con la información contenida en las cuentas nacionales trimestrales, el PIB urbano excluyendo Gobierno⁷ creció 7,9% en el primer semestre, al compararlo con el observado en la primera mitad de 2005. Así mismo, en los primeros seis meses del año el total de ocupados en las trece ciudades aumentó 4,5%. De esta manera, se

BRECHA DEL PRODUCTO ^{a/}



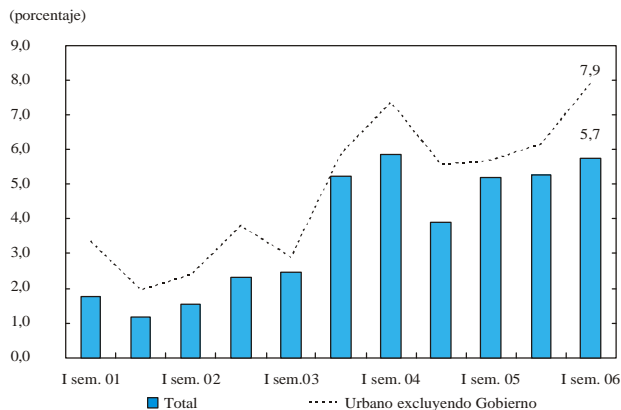
a/ El dato para 2006 es proyectado.
Fuente: Banco de la República.

El ritmo de ajuste de los salarios podría estarse acelerando en los sectores industrial y de comercio.

⁷ El PIB urbano excluyendo Gobierno se define como el PIB total sin las actividades agropecuarias, mineras ni los servicios del Gobierno.

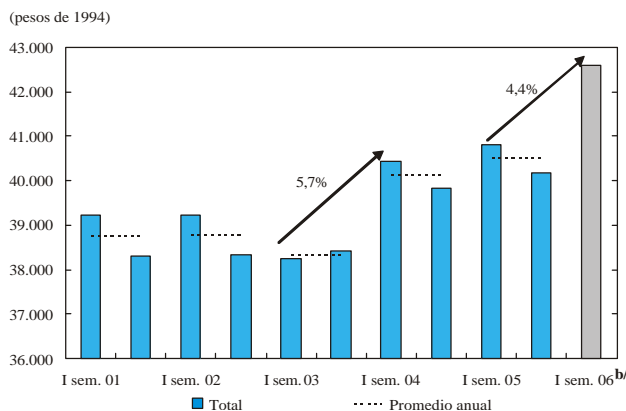
GRÁFICO 27

(A) CRECIMIENTO DEL PRODUCTO



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

(B) PRODUCTO URBANO POR HORA TRABAJADA ^{a/}



^{a/} PIB excluyendo los servicios del Gobierno, agricultura y minería.

^{b/} Corresponde a una proyección del Banco de la República.

Fuente: Banco de la República.

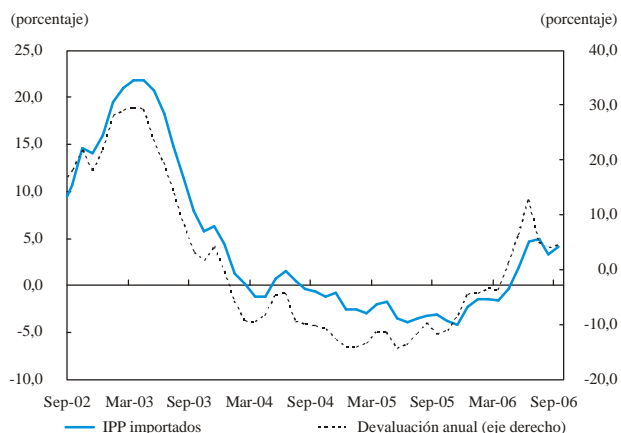
estima que el producto por trabajador (Y/L) a nivel urbano habría aumentado 3,3% en la primera mitad del año, y que la productividad del trabajo (Y/H) habría crecido 4,4% (donde H es el número de horas totales trabajadas) (Gráfico 27).

Teniendo en cuenta los indicadores reales disponibles al mes de agosto –producción industrial, ventas de comercio al por menor y licencias de construcción–, el crecimiento del producto podría haberse acelerado en el tercer trimestre del año. Por otra parte, según los resultados de la ECH, a septiembre, la creación de empleo parece haberse estancado en las trece ciudades; de esta manera en el tercer trimestre del año la productividad del trabajo podría estar aumentando más de lo esperado en el Informe de junio (Gráfico 20).

Como se señaló anteriormente, estas ganancias en productividad podrían tener un componente cíclico importante, el cual haría que no fueran permanentes en su totalidad, y que desaparecerían ante una desaceleración de la actividad económica, como resultado, por ejemplo, de algún choque externo, o simplemente de una reducción en el crecimiento de la inversión. En este caso, parte de las ganancias en productividad se revertirían, por lo que aumentos futuros de salarios a tasas similares a las observadas hoy en día tenderían a generar presiones más fuertes sobre precios, de lo que sucede en la actualidad.

GRÁFICO 28

INFLACIÓN ANUAL DEL IPP DE IMPORTADOS Y DEVALUACIÓN



Fuente: Banco de la República.

5. Otras presiones de costos

En el segundo y tercer trimestres se presentó un repunte en la inflación al productor, que en buena parte obedeció a la depreciación del tipo de cambio, aunque también fue el resultado de los aumentos en los precios de varias materias primas importadas y de los combustibles (Gráfico 28). Estos aumentos habrían ejercido algunas presiones sobre los costos de producción en ciertos sectores, a los que se habría sumado el surgimiento de algunos “cuellos de botella” en transporte, los cuales también habrían aumentado los costos de operación de varias empresas. No obstante lo anterior, hasta la fecha dichas presiones parecerían ser limitadas y podrían moderarse en

el futuro próximo, dado el comportamiento reciente de la tasa de cambio. Sin embargo, de persistir el dinamismo de la demanda agregada podría comenzar a hacerse más evidente la existencia de presiones de costos. En efecto, las encuestas a empresarios muestran aumentos esperados en los costos de las materias primas y en la percepción de los costos de aquellas como problema para expandir la actividad económica.

GLOBALIZACIÓN E INFLACIÓN

Martha López P.*

Desde la década de los noventa la economía mundial se ha caracterizado por un elevado grado de integración, tanto a nivel comercial como de flujos de capitales. A este fenómeno se le ha denominado globalización económica. Ésta ha estado acompañada de políticas de desregulación económica y financiera en muchos países y de la revolución de la información tecnológica; adicionalmente, la globalización ha sido impulsada por el fuerte crecimiento de China y de India.

El comercio internacional se ha incrementado tanto en países industrializados como en países en desarrollo en la década de los noventa (Gráfico R1); a lo cual ha contribuido la desconcentración geográfica de la producción de bienes manufacturados y la creciente importancia de las economías emergentes en el comercio mundial (Helbling *et al.*, 2006).

Uno de los aspectos más importantes de la globalización económica radica en que ésta ha contribuido a mantener baja la inflación, posibilitando la aplicación de políticas monetarias menos restrictivas; sin embargo, la pregunta es si se trata de una situación sostenible o si existe la amenaza de inflación futura. Para responder esta pregunta es necesario analizar los canales por medio de los cuales la globalización afecta la inflación, siendo los más importantes, los siguientes:

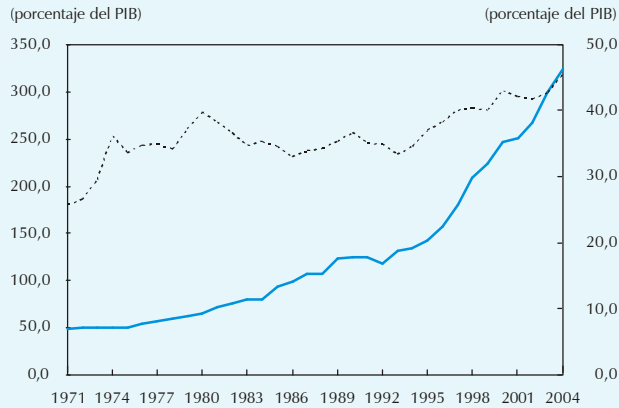
a. Integración comercial y disminución del nivel de precios (mayor competencia)

La globalización ha reducido las barreras de acceso a los mercados para los productores foráneos. Esto tiende a impulsar la competencia de los precios en los mercados locales y a incrementar las importaciones; también, ha llevado a la relocalización de la producción de muchos bienes transados internacionalmente y a una caída en sus precios relativos. Un ejemplo bastante conocido es la disminución en los precios relativos de los textiles, que ha acompañado la rápida integración de los mercados emergentes al comercio mundial. Dado que tales precios son un componente del precio al consumidor, su disminución ha contribuido a bajar la inflación. El incremento en la competencia también tiene los efectos indirectos de moderar los precios locales al productor, los precios de los insumos y los *markups* en algunas industrias, dada la disponibilidad de bienes sustitutos cercanos producidos internacionalmente.

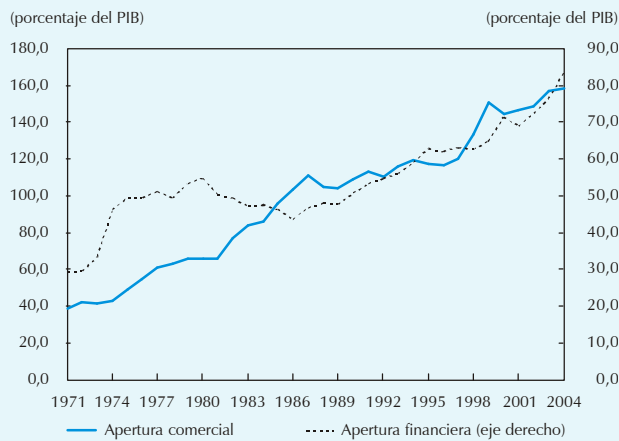
* La autora es profesional experta en modelos macroeconómicos de la Sección de Asuntos Especiales del Departamento de Programación e Inflación. Los resultados y opiniones de este artículo son de la responsabilidad exclusiva de la autora y su contenido no compromete al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

**GRÁFICO R1
APERTURA COMERCIAL Y FINANCIERA**

(A) PAÍSES INDUSTRIALIZADOS



(B) PAÍSES EMERGENTES



Fuente: Lane and Milesi-Ferretti (2006).

¿Qué tan fuertes han sido estos efectos? La evidencia empírica sugiere que el efecto de la disminución de los precios de los bienes importados sobre el nivel general de precios no es muy alto: en un estudio del FMI (Helbling *et al.* 2006) se encuentra que para las economías desarrolladas en su conjunto, en promedio sólo cerca de una décima parte de una caída de precios de importados se traslada a la inflación total durante el primer año, y casi desaparece después de dos años. Al interpretar estos resultados es útil tener en cuenta que los efectos de disminuciones generados por competencia externa son similares en su naturaleza a los efectos, quizá más “tradicionales”, de los llamados choques de oferta, como los cambios en precios de alimentos y energía. Si la autoridad monetaria no cambia sus objetivos de política después del choque y mantiene su tasa de interés en un nivel consistente con sus objetivos, el impacto del choque será temporal y la inflación retornará al nivel deseado por la autoridad monetaria.

En tal ambiente, como lo señala Rogoff (2006), la caída de precios en los sectores más afectados por la globalización será compensada por la elevación de precios en otros sectores, parcialmente porque los consumidores utilizarán el incremento de su poder de compra para elevar su consumo de otros bienes.

b. Presiones a la baja en el crecimiento de los salarios domésticos

Hay alguna evidencia de que la globalización ha contribuido a frenar el crecimiento de los costos laborales unitarios en años recientes; así, el incremento de la oferta laboral de baja calificación, asociada con la entrada en escena a la economía mundial de China y otros países asiáticos como centros de producción a bajo costo, ha puesto una presión a la baja en el crecimiento de los salarios nominales del resto de países.

c. Crecimiento de la productividad, oferta agregada y precios relativos

Las crecientes presiones por innovación y otras formas diferentes a la competencia en precios pueden elevar el crecimiento de la productividad; por tanto, al incrementar la oferta agregada, dichas ganancias en productividad tienden a bajar precios. Este canal ha sido de particular importancia en los países desarrollados; por ejemplo, se han observado tendencias de mejoras de productividad en años recientes en tres de las economías más grandes: Estados Unidos, Japón y Alemania (O'Neil *et al.*, 2006).

d. Menor respuesta de la inflación a fluctuaciones del producto doméstico

La globalización puede afectar el grado de respuesta de la inflación a fluctuaciones en el producto por diversas razones: por ejemplo, los precios de muchos bienes son determinados cada vez más por factores de oferta y demanda externa, en lugar de factores domésticos (Kohn, 2006). Del mismo modo, la mayor competencia internacional debilita el poder de fijación de precios de las firmas locales, limitando su capacidad para elevar los precios durante los auge.

De acuerdo con datos para varios países industrializados, durante las dos últimas décadas la inflación ha respondido menos a fluctuaciones del producto: Helbling *et al.* (2006) estiman una curva de Phillips relacionando la inflación anual con un rezago de la misma y una medida de exceso de capacidad de la economía para un panel de países industrializados; también, se incluyen cambios en el precio del petróleo para capturar una fuente importante de grandes alteraciones en la inflación; igualmente, se incluyen medidas de credibilidad de la política monetaria. Los resultados sugieren que la sensibilidad de los precios a las condiciones internas ha disminuido en las últimas dos décadas. La apertura comercial parece ser el factor que explica la reducción de la sensibilidad de los precios al producto. Los resultados

de las estimaciones también confirman que el fortalecimiento de la conducción de la política monetaria en las últimas dos décadas ha reducido la persistencia inflacionaria (Cuadro 1).

CUADRO R1
ESTIMACIONES DE SENSIBILIDAD DE PRODUCTO-INFLACIÓN
Y PERSISTENCIA DE LA INFLACIÓN EN PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

Elasticidad producto-inflación	
1960	0,3
1983	0,3
2004	0,2

Persistencia de la inflación	
1960	0,6
1983	0,7
2004	0,6

Fuente: Helbling *et al.* (2006).

e. Crecimiento de economías emergentes y reciente incremento en los precios del petróleo y otros bienes básicos

En el corto plazo hay riesgos tanto a la baja como al alza en la tasa de inflación mundial como resultado de la globalización. Los riesgos al alza en la inflación se concentran, principalmente, en la misma fuerza que ha puesto presión a la baja en los precios de las manufacturas, es decir, la creciente integración al mercado mundial de las principales economías emergentes en el sistema de comercio mundial, esto es, China e India, las cuales tienen que importar petróleo y otros *commodities* para mantener funcionando el aparato productivo.

f. Incentivos de política

Los esfuerzos de política monetaria dirigidos a mantener un nivel de inflación baja y estable ha sido uno de los factores que más ha contribuido al declive de la inflación global en décadas recientes. En particular, los gestores de política han aprendido de las lecciones de los años setenta, cuando se pretendía explotar el *trade off* entre inflación y desempleo, pero cuyo resultado fue una mayor inflación con más desempleo. Como señalan Helbling *et al.* (2006), la globalización puede reducir la habilidad de los gestores de política para estimular el producto mediante una política monetaria laxa, debido al efecto adverso que este tipo de política puede tener sobre los flujos de capital. Adicionalmente, aunque en países industrializados es poco probable que los bancos centrales reduzcan las metas de inflación como resultado de una mayor globalización (dado que dichas metas ya son bajas), en países emergentes que se encuentran en procesos desinflacionarios, la globalización puede seguir afectando la inflación por su impacto en las metas que fijen sus autoridades monetarias.

Referencias

- Helbling, T.; Jaumotte, F.; Sommer, M. (2006) "How has Globalization Affected Inflation?", en *World Economic Outlook (WEO)*, abril.
- Kohn, D. (2006) "The Effects of Globalization on Inflation and their Implications for Monetary Policy", comentario presentado en la 51 conferencia económica del Banco de la Reserva Federal de Boston, Chatham-Massachusetts.
- Lane, P.; Milesi-Ferretti, G. (2006) "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004", en FMI, documento de trabajo núm. 06/69.
- O'Neil, J.; Kim, S.; Buchanan, M. (2006) "Globalisation and Disinflation: Can Anyone Else 'Do a China'?", en Goldman Sachs, *Global Economic Paper*, núm. 147.
- Ohmae, K. (2005) *El próximo escenario global: desafíos y oportunidades en un mundo sin fronteras*, Grupo Editorial Norma: Bogotá.
- Rogoff, K. (2006) "Impact of Globalization on Monetary Policy", documento presentado en el simposio de la Reserva Federal de la Ciudad de Kansas: "The New Economic Geography: Effects and Policy Implications", Jackson Hole, Wyoming, agosto 24-26.

II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

Las perspectivas para la economía mundial se mantienen favorables para 2007, aunque con un menor crecimiento y menores términos de intercambio para Colombia: el crecimiento económico de los Estados Unidos en 2007 sería menor que en 2006. No se suponen incrementos adicionales en las tasas de interés de la Fed para los próximos trimestres. Los pronósticos de crecimiento en los precios para los principales bienes de exportación de Colombia se ajustaron ligeramente a la baja.

En el escenario central no se consideran presiones hacia la depreciación en los próximos trimestres: para el mediano plazo el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos del país se mantendría, en promedio, en niveles de 2,5% del PIB.

Se prevé que se mantenga el dinamismo económico en Colombia: en 2006 el crecimiento se situaría entre 5,5% y 6,5%, implicando una aceleración frente a 2005. En 2007 la economía continuaría creciendo a un buen ritmo.

Hay una alta probabilidad de cumplir la meta de inflación para 2006: la inflación total para finales de año se situaría dentro del rango meta establecido por la JDBR pero por encima de lo previsto en el informe anterior (3,9%). El aumento en las proyecciones se explica por choques de oferta en alimentos y regulados.

A. CONTEXTO EXTERNO, BALANZA DE PAGOS Y TIPO DE CAMBIO

1. Aspectos generales

Las perspectivas de crecimiento mundial para lo que resta del año y el próximo se mantienen favorables. El principal cambio frente al trimestre anterior se observa en el menor crecimiento esperado para la economía estadounidense. La zona del euro, Japón, y las economías emergentes continuarán creciendo a un buen ritmo, aunque probablemente menor al observado en lo corrido del año.

Las perspectivas de crecimiento mundial se mantienen favorables para lo que resta del año y para 2007.

La economía estadounidense seguirá mostrando un bajo ritmo de expansión. La inesperada desaceleración del mercado de vivienda tendría implicaciones importantes sobre el crecimiento de finales de este año y del próximo. A pesar de que el dato preliminar de crecimiento para el tercer trimestre fue mucho menor que el esperado por el mercado (1,6%), aún se espera que el crecimiento para 2006 esté entre 3% y 3,4%. Sin embargo, para 2007 los pronósticos se revisaron ligeramente a la baja (de 2,8% a 2,6%). Se confía en que el buen comportamiento de las ganancias corporativas y la inversión no residencial compensen un poco la disminución en la inversión residencial. El consumo de los hogares podría mostrar alguna moderación como resultado del efecto riqueza negativo que se deriva de la destorcida de los precios de la vivienda, aunque el aumento del ingreso disponible que resultaría de los menores precios de los combustibles podría compensar parte de este efecto (Cuadro 6).

El principal temor sobre la economía estadounidense es el impacto que puede tener la desaceleración del mercado de vivienda. La caída en sus precios puede afectar el crecimiento por dos vías: la primera, al parecer la más importante según los estudios disponibles, es el efecto riqueza. De acuerdo con estos⁸, un cambio de

⁸ Para una presentación sucinta de estos resultados, véase *The Economist*, edición de octubre de 2006. Estudios como los de Bayoumi y Edison (2003), Otkrok y Terrones (2006), OCDE (2000), Greenspan (1999), Brayto, Davis y Tupid (2000) presentan una evidencia similar.

CUADRO 6

PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO PARA LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES ^{a/} (PORCENTAJE)

	Observado 2005	Pronósticos para			
		2006, a:		2007, a:	
		Oct-06	Jul-06	Oct-06	Jul-06
Principales socios					
Estados Unidos	3,2	3,5	3,4	2,6	2,8
Ecuador	3,9	3,6	3,2	3,4	3,1
Venezuela	9,4	8,7	7,9	6,2	5,3
Otros socios					
Zona del euro	1,4	2,2	2,2	2,1	2,1
Japón	2,7	2,8	2,9	2,2	2,2
China	9,3	10,4	9,6	9,1	8,9
Perú	6,1	6,3	5,5	5,3	4,9
México	3,1	4,5	4,1	3,4	3,4
Chile	5,9	5,0	5,4	5,3	5,3
Argentina	8,9	7,8	7,6	5,9	5,3
Brasil	2,5	3,2	3,6	3,5	3,6
Bolivia	3,7	3,4	3,1	3,1	3,1
Países desarrollados	3,1	3,2	3,2	2,5	2,7
Países en desarrollo	6,3	6,2	5,8	5,0	4,5
Total socios comerciales	4,8	4,7	4,0	3,4	3,1

^{a/} Cálculo de la balanza de pagos según las exportaciones no tradicionales.
Fuente: Datastream-Consensus.

US\$100 en la riqueza de los hogares podría significar una variación entre US\$3 y US\$5 del consumo de los hogares; así, en los últimos cincuenta años los aumentos en la riqueza han contribuido a acelerar el consumo de los hogares en 0,5 pp por año (Gráfico 29). La segunda vía se da a través de la inversión residencial y su amplia relación con otros sectores de la economía. A pesar de que dicha inversión sólo representa un 6% del PIB, una caída pronunciada podría tener un impacto no despreciable sobre el crecimiento, además de afectar el dinamismo de sectores complementarios. Algo de esto ya estaría observándose con las cifras preliminares de crecimiento para el tercer trimestre.

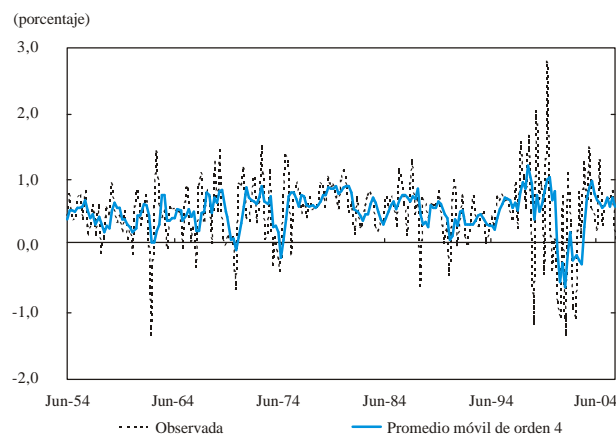
Como se puede observar, el comportamiento del mercado de vivienda es fundamental en los resultados de la economía estadounidense. Una fuerte desaceleración podría traer consigo un debilitamiento muy importante de la economía, implicando una reducción más temprana de tasas de interés por parte de la autoridad monetaria; sin embargo, dada la incertidumbre que existe sobre este punto, nuestro escenario base contempla una desaceleración moderada de este sector con un impacto suave sobre el consumo de los hogares.

En el caso de la zona del euro y Japón el crecimiento para el próximo año sería un poco menor al observado durante lo corrido del año (2,1% y 2,2%, respectivamente). La buena dinámica de la demanda interna, especialmente de la inversión, seguirá impulsando las economías de ambas regiones. Aunque la demanda externa neta ha seguido contribuyendo positivamente al crecimiento, su aporte durante 2007 sería menor que el de años anteriores, dado el menor ritmo de expansión que se espera de la demanda mundial y, especialmente, de la economía estadounidense. También podrían tener lugar políticas fiscales más restrictivas, las cuales afectarían el crecimiento, tales como el aumento esperado del IVA en Alemania y el control al gasto público en Japón.

Por otro lado, es probable que el dinamismo de las economías emergentes, liderado por China, se mantenga en los próximos trimestres. Para este país el excelente comportamiento de la inversión, pese a las medidas adoptadas por la autoridad monetaria, hace prever un sólido crecimiento para el próximo año (9,1%), levemente por encima de lo esperado hace tres meses.

El crecimiento proyectado para otras economías emergentes y principales socios comerciales de Colombia continuará siendo importante, frente a lo observado en los dos años anteriores, aunque su ritmo de expansión tendería a ser menor. Para Venezuela se espera un crecimiento de 6,2%, y para Ecuador de 3,4%. Conviene recordar que estas economías son bastante dependientes de lo que ocurra con el precio del petróleo y si éste continúa disminuyendo como hasta ahora, el impacto sobre el crecimiento podría ser mayor al estimado en este Informe.

CRECIMIENTO ADICIONAL DEL CONSUMO POR EFECTO RIQUEZA



Fuente: Datastream, cálculos del Banco de la República.

El crecimiento de nuestros principales socios comerciales en 2007 sería de 3,4%, inferior al estimado para 2006 (4,7%).

En el escenario básico suponemos tasas de interés de la Fed constantes en 5,25% para lo que resta de 2006 y el primer semestre de 2007.

En síntesis, para el escenario básico se estima que el crecimiento de nuestros principales socios comerciales sea de 3,4% para el próximo año, cifra que es menor que la estimada para 2006 (4,7%), pero superior a la que se suponía en el Informe de junio (3,1%); esto último es posible gracias al mayor crecimiento que ahora se espera para Venezuela y Ecuador, lo cual compensaría la reducción en los pronósticos para los Estados Unidos.

La moderación del crecimiento en la economía estadounidense junto con la reciente caída en los precios de la energía, debe ayudar a que la inflación básica de ese país converja hacia niveles más acordes con las metas implícitas de las autoridades monetarias (entre 1% y 2%); en este sentido, el panorama para la política monetaria en materia de inflación parece más despejado hoy en día que hace tres meses, y apoya las expectativas de muy pocos o nulos ajustes adicionales en las tasas de interés por parte de la Fed. En efecto, para este Informe la mayoría de analistas redujo sus pronósticos para la tasa de interés de la economía estadounidense frente a lo que se presentó en el Informe de junio. En la actualidad, el consenso no espera aumentos en lo que resta del año para dichas tasas y considera que podrían presentarse disminuciones en el segundo semestre de 2007 –en el Informe de junio se esperaban ajustes adicionales entre 25 pb y 50 pb con respecto al nivel actual (5,25%)–. Así las cosas, para el escenario básico de este Informe suponemos tasas de interés constantes en 5,25% para lo que resta de 2006 y el primer semestre del próximo. En el caso de las tasas de referencia de los bancos centrales de Europa y de Japón, se esperan aumentos graduales, que serían coherentes con la actual inflación moderada y con el buen crecimiento que registrarían estas economías.

Hace tres meses una de las principales preocupaciones para la inflación mundial eran los altos precios del petróleo; ahora la historia es un poco diferente, pues los precios del petróleo han mostrado una caída importante, ubicándose en niveles cercanos a los US\$60 por barril. Pese a lo anterior, los pronósticos para 2007 no han caído en la misma magnitud, ya que se considera que el crecimiento mundial esperado todavía ejercerá algunas presiones sobre los precios. A ello se suman los riesgos asociados con eventuales choques de demanda y oferta por la nueva temporada invernal y por los recurrentes conflictos geopolíticos. Siguiendo los pronósticos de los analistas⁹, en este Informe esperamos que el precio WTI para 2007 esté en US\$66 por barril, en promedio.

De otro lado, si bien los precios de algunos *commodities* también han caído, esto no ocurrió en la misma intensidad que con el precio del petróleo¹⁰. Según los pronósticos de *The Economist Intelligence Unit* (EIU), para 2007 y 2008 los precios de los *commodities*, con base en el índice del World Commodity Forecast (WCF) sin

Se prevé una desaceleración moderada de los Estados Unidos sin efectos importantes sobre las economías emergentes.

⁹ Según la Agencia Internacional de Energía (AIE), *The Economist Intelligence Unit* (EIU), y del Fondo Monetario Internacional.

¹⁰ Adicionalmente, en las últimas semanas se han empezado a observar correcciones en los precios de algunos *commodities* como: gas natural, oro, níquel, entre otros.

energía se ubicarían en niveles similares a los observados a mediados de 2005, y un poco por encima de los contemplados en el Informe de junio. Estos pronósticos suponen que los fondos de cobertura no desempeñarían un papel determinante en las tendencias de mediano y largo plazos de los precios (Gráfico 30).

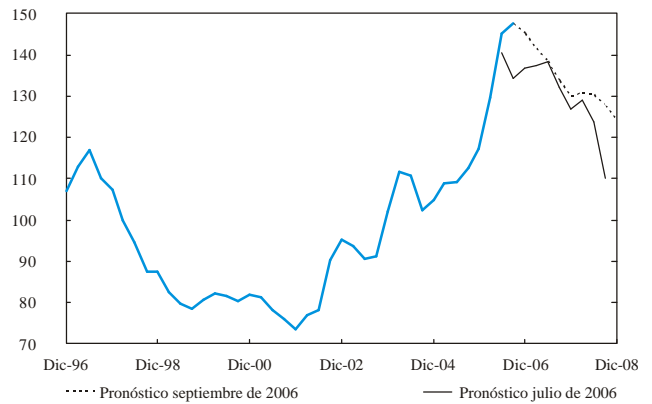
Dado lo anterior, los pronósticos de crecimiento en los precios para los principales bienes de exportación de Colombia se ajustaron un poco hacia la baja, frente a lo esperado hace tres meses. La corrección más importante se presentó en el precio del petróleo exportado por Colombia, el cual para 2007 cayó en más de US\$10 (Cuadro 7). Los pronósticos también disminuyeron para los precios del carbón. No obstante, los niveles esperados para 2007 en estos y otros productos siguen siendo históricamente altos.

En nuestro escenario central se espera una desaceleración gradual y moderada de la economía estadounidense, la cual no tendría implicaciones importantes sobre las economías emergentes. Sin embargo, existen dos tipos de riesgos que podrían modificar este escenario: el primero, y posiblemente el más probable, tiene que ver con una caída del mercado de vivienda mucho más pronunciada de la prevista en el escenario base. Esto conduciría a una desaceleración mayor que la prevista en la economía de ese país y, posiblemente, en el resto del mundo. Como resultado se generaría una importante presión hacia abajo en los precios de los *commodities* y en las tasas de interés mundiales. El efecto neto sobre los países emergentes como Colombia dependería cuán fuerte se resientan los términos de intercambio. Una reducción importante en los precios de los principales bienes de exportación, sumada a una fuerte disminución en la demanda mundial podría deteriorar de manera importante las condiciones de crecimiento de largo plazo de estas economías, aun si viene acompañada de caídas en las

El riesgo más importante es una caída más pronunciada del mercado de vivienda en los Estados Unidos.

GRÁFICO 30

ÍNDICE DE PRECIOS DEL TOTAL DE COMMODITIES, SIN PETRÓLEO WCF



Fuente: The Economist Intelligence Unit (EIU).

CUADRO 7

PRECIOS INTERNACIONALES

	Promedio			Proyección 2006		Proyección 2007	
	2003	2004	2005	actual ^{a/}	anterior ^{b/}	actual ^{a/}	anterior ^{b/}
Café (<i>ex dock</i>) (dólares por libra)	0,7	0,8	1,1	1,2	1,2	1,0	1,0
Petróleo (dólares por barril)	29,0	37,3	49,8	56,7	59,0	51,6	61,8
Carbón (dólares por tonelada)	28,2	36,1	47,9	47,9	47,9	46,1	50,2
Ferroníquel (dólares por libra)	1,4	2,3	2,4	3,1	2,4	2,6	2,2
Oro (dólares por onza <i>troy</i>)	362,5	409,3	445,0	610,2	560,2	670,3	590,2

^{a/} Balanza de pagos estimada en septiembre de 2006.

^{b/} Balanza de pagos estimada en julio de 2006.

Fuente: Banco de la República.

Un riesgo alternativo es una desaceleración insuficiente para permitir una caída de la inflación en los Estados Unidos.

tasas de interés externas. De hecho, este último efecto podría ser neutralizado si, al mismo tiempo, hay un incremento en la aversión al riesgo que aleje a los capitales internacionales de los mercados emergentes.

Un segundo riesgo, que recientemente ha llamado la atención de varios analistas, surge de una desaceleración muy moderada de la economía estadounidense, insuficiente para permitir la caída en la inflación. En principio, una menor desaceleración puede tener un impacto positivo sobre las economías emergentes, pero dicho efecto sería efímero si se da en un contexto de mayor inflación. En el mediano y largo plazos cabría esperar una política monetaria mucho más contraccionista, la cual iría acompañada de un aumento de la percepción de riesgo global. En la actualidad este último riesgo se ha originado como consecuencia de la revisión hacia abajo de las cifras de crecimiento históricas en los Estados Unidos, la cual ha conducido a una reestimación del crecimiento potencial de esta economía hacia tasas de entre 2,5% y 3%, pero no superiores a 3%, como se creía anteriormente.

2. Perspectivas de la balanza de pagos para 2006 y en el mediano plazo

La última revisión de la proyección de la balanza de pagos para el año 2006 arroja un déficit en cuenta corriente de US\$2.154 m (1,6% del PIB). La ampliación en el tamaño del déficit, frente a la que se presentó en el *Informe sobre Inflación* de junio (1,2% del PIB) se explica por el significativo dinamismo en el crecimiento de las importaciones, impulsadas, a su vez, por el buen ritmo de crecimiento económico. Con lo anterior, la economía colombiana generaría un desbalance comercial en la cuenta de bienes, por US\$237 m (-0,2% del PIB) (Cuadro 8).

CUADRO 8

BALANZA DE PAGOS DE COLOMBIA

	Millones de dólares			Porcentaje del PIB		
	2004	2005 ^{a/}	2006 ^{b/}	2004	2005 ^{a/}	2006 ^{b/}
I. Cuenta corriente	(938)	(1.981)	(2.154)	(1,0)	(1,6)	(1,6)
A. Bienes y servicios no factoriales	(333)	(507)	(2.173)	(0,3)	(0,4)	(1,6)
1. Bienes	1.346	1.595	(237)	1,4	1,3	(0,2)
2. Servicios no factoriales	(1.679)	(2.103)	(1.937)	(1,7)	(1,7)	(1,4)
B. Renta de los factores	(4.332)	(5.563)	(4.732)	(4,4)	(4,5)	(3,5)
C. Transferencias	3.727	4.089	4.750	3,8	3,3	3,6
II. Cuenta de capital y financiera y variación de reservas internacionales brutas	6.021	5.439	2.498	6,1	4,4	1,9
A. Inversión directa neta	2.975	5.751	4.047	3,0	4,7	3,0
B. Otros movimientos de capital ^{c/}	3.046	(313)	(1.549)	3,1	(0,3)	(1,2)

^{a/} Preliminar.

^{b/} Proyección.

^{c/} Incluye operaciones del sector público, privado, errores y omisiones, y la variación de reservas internacionales brutas.

Fuente: Banco de la República.

Se proyecta que el déficit que se genere en la cuenta corriente será financiado suficientemente por recursos provenientes, principalmente, de inversión extranjera directa neta, la cual ha sido muy dinámica en los sectores de petróleo, de carbón, así como de manufacturas y de servicios. Estas estimaciones suponen una calma en los mercados financieros internacionales durante el segundo semestre del año.

El déficit de la cuenta corriente se mantendría, en promedio en 2,5% del PIB en los próximos años.

Las proyecciones de mediano plazo del Banco de la República permiten esperar que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos del país se mantendrá, en promedio, en niveles del 2,5% del PIB en los próximos cinco años, escenario que está sustentado en la ausencia de choques negativos significativos sobre la cuenta corriente o sobre los flujos de financiamiento externo. Al mismo tiempo, supone que los ingresos por exportaciones de petróleo y de carbón se mantendrán relativamente estables, alrededor de 4,2% y 2,0% como proporción del PIB, respectivamente. De todas formas, si el descenso reciente en los precios del petróleo deja de ser coyuntural y persiste en el futuro, podría implicar que el déficit en cuenta corriente sea superior al presentado, aunque no llegaría a niveles preocupantes.

B. CONTEXTO INTERNO

1. Pronóstico de corto plazo del PIB

La información disponible sobre la demanda interna para el segundo semestre de 2006 sugiere que se mantendrá el dinamismo de los trimestres anteriores. Así mismo, se espera que, en ausencia de los choques de oferta negativos (sufridos en el primer semestre), las exportaciones reales crezcan en el segundo semestre más de lo observado en la primera mitad del año, y mantendrían su alto ritmo de crecimiento como resultado de la fortaleza de la demanda interna, tanto en consumo como en inversión.

El escenario central de pronóstico del PIB muestra un crecimiento para 2006 que estaría entre 5,5 % y 6,5%, superior al contemplado en el Informe de junio, y que se situaba alrededor de 4,8% –en el Cuadro 9 se presentan los pronósticos por el lado de la demanda para el punto medio de ese intervalo–.

En el primer semestre el consumo de los hogares creció a una tasa promedio de 5,3%, y para el resto del año se pronostica un crecimiento similar, probablemente con alguna aceleración. Varios elementos que sugieren este comportamiento son la aceleración del incremento en el crédito de consumo, la información disponible sobre importaciones de estos bienes y el incremento del comercio al por menor registrado por el DANE (tasas reales superiores al 10%) (Gráfico 31). Los indicadores de la encuesta de consumo de Fedesarrollo se mantienen estables en niveles altos, a pesar de una ligera disminución en el tercer trimestre (Gráfico 32).

La información disponible sugiere que en el segundo semestre se ha mantenido el dinamismo de la demanda interna.

Un factor que podría tener un importante efecto positivo sobre el ingreso disponible de los hogares, y sobre el consumo en particular, es el crecimiento de la

producción de café en el segundo semestre, ya que la cosecha cafetera del período 2006-2007 se prevé mejor que la que tuvo lugar un año atrás.

Para el segundo semestre de 2006 el escenario medio supone que se observarían tasas de crecimiento del consumo del Gobierno cercanas al 5,0%, las cuales implicarían un crecimiento de 3,5% para el año. Este mayor dinamismo sería posible debido a que ya no aplica la Ley de Garantías Electorales, la cual tuvo vigencia

CUADRO 9

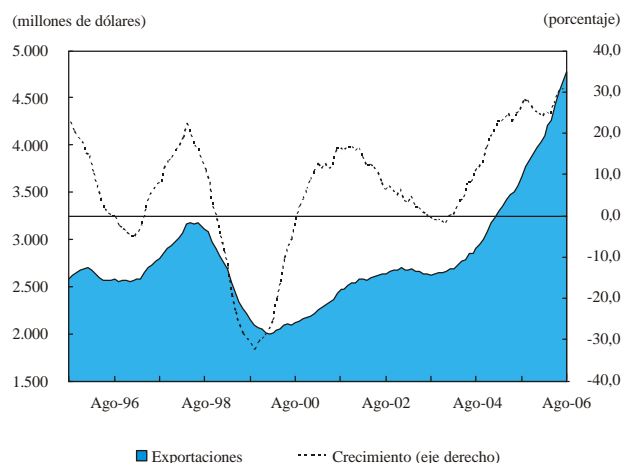
**CRECIMIENTO REAL ANUAL DEL PIB POR TIPO DE GASTO
(PORCENTAJE)**

	2004	2005 ^{a/}	2006 ^{b/}
Consumo final	4,8	4,8	5,0
Hogares	6,0	4,7	5,4
Gobierno	1,1	4,8	3,5
Formación bruta de capital	15,6	25,6	25,8
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	15,0	18,8	15,4
FBCF sin obras civiles	22,0	16,7	15,9
Obras civiles	(7,9)	28,2	13,8
Variación de existencias	28,0	156,0	118,7
Demanda interna	6,6	8,5	9,3
Exportaciones totales	10,0	5,5	6,7
Importaciones totales	19,8	21,7	21,3
PIB	4,9	5,2	6,0

a/ Preliminar.
b/ Proyección correspondiente al punto medio del intervalo entre 5,5% y 6,5%.
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 31

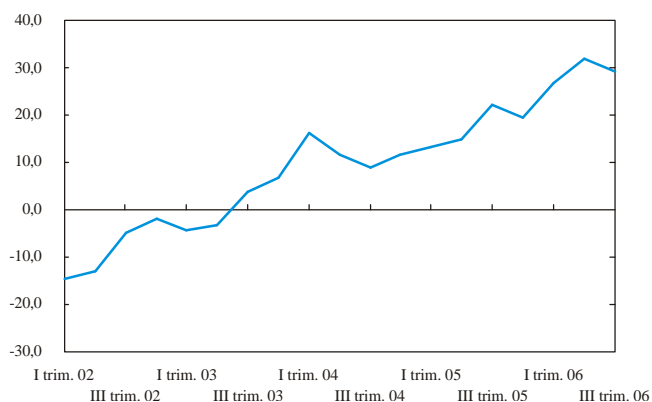
**IMPORTACIONES DE BIENES DE CONSUMO
(ACUMULADO A DOCE MESES)**



Fuente: DANE.

GRÁFICO 32

**PROMEDIO DE LOS ÍNDICES DE LA ENCUESTA
DE CONSUMO DE FEDESARROLLO ^{A/}**



a/ Promedio del índice de confianza del consumidor, de expectativas de consumo y de condiciones económicas.
Fuente: Fedesarrollo.

hasta mayo debido a las elecciones presidenciales. Sin embargo, la incertidumbre sobre el crecimiento de los gastos del Gobierno es alta, sobre todo a nivel de los gobiernos regionales, por lo que, para escenarios extremos se define un rango de crecimiento de entre 3,0% (bajo) y 4,0% (alto) para 2006.

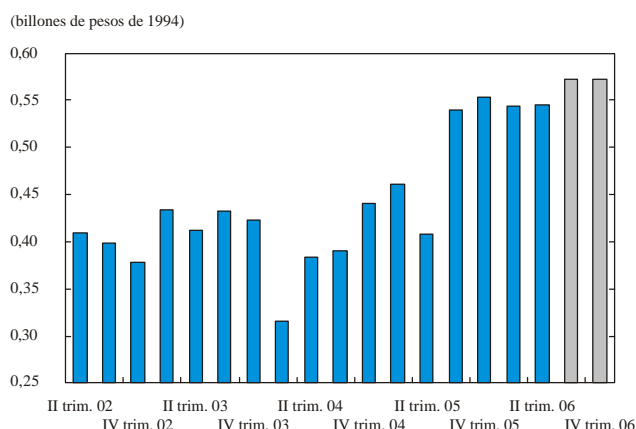
La inversión continuaría contribuyendo de forma importante a la demanda interna y al crecimiento del PIB en lo que resta de 2006. Según las proyecciones, en el segundo semestre para las obras civiles se observaría un nivel de inversión superior al mostrado en el primer semestre. Pese a esto, en términos de las variaciones anuales las cuales exhibirían una desaceleración (de 25% a 5%) debido, principalmente, a una base más alta de comparación en el segundo semestre de 2005 (Gráfico 33).

Existe una gran incertidumbre sobre la actividad del sector de la construcción y de edificaciones en el segundo semestre. Por un lado, el censo de la construcción del DANE muestra que las obras en proceso, vigentes al segundo trimestre, crecieron menos que en períodos anteriores y que, dado esto, los capítulos de construcción aportarían menos al valor agregado de este sector en la segunda mitad del año. Por otro lado, el auge del crédito para vivienda e hipotecario, y el crecimiento de las licencias de construcción (en promedio 40% entre julio y agosto), sugieren que el dinamismo observado en el segundo trimestre continuaría al menos en lo que queda de 2006.

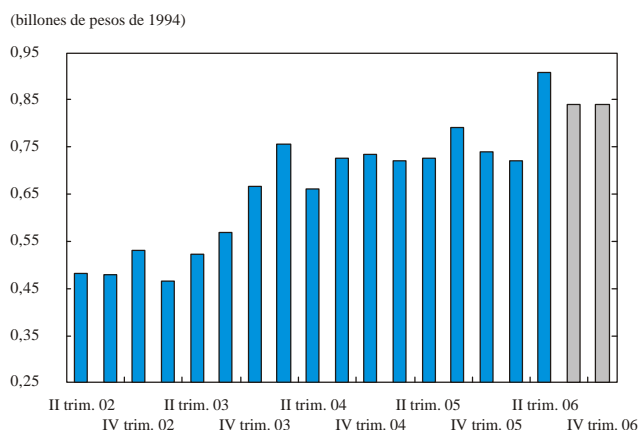
Dados estos elementos, se supone para el escenario medio del PIB un crecimiento de la construcción de 11,1% en 2006. Dos escenarios alternativos son, uno alto, en donde el PIB real de la construcción de vivienda mantendría niveles similares a los del segundo trimestre de 2006, lo cual implica tasas de crecimiento anual cercanas al 25% en la segunda mitad del año, y uno bajo, en donde se supone que la construcción de vivienda retorna a los niveles promedio de los trimestres anteriores (implicando crecimientos cercanos al 1,0% real en el segundo semestre).

El rubro de inversión en maquinaria y equipos ha mostrado crecimientos altos en años recientes (en promedio, por encima de 20% anual desde el primer trimestre de 2002). Para el segundo semestre se espera un crecimiento promedio de 17,6% para este rubro, 20,8% en maquinaria y equipos, y 19,9% en equipo de transporte.

(A) TRABAJOS Y OBRAS DE INGENIERÍA CIVIL



(B) TRABAJOS DE CONSTRUCCIÓN Y EDIFICACIONES



Nota: las cifras para el tercer y cuarto trimestres de 2006 son proyecciones del Banco de la República.
Fuente: DANE.

El crecimiento del PIB en 2006 estaría entre 5,5% y 6,5%.

El dinamismo de la inversión continuaría jalonando el crecimiento de las importaciones de bienes de capital.

Como es natural, el crecimiento de la inversión en maquinaria y equipos ha tenido como contrapartida el dinamismo de las importaciones de bienes intermedios y de capital (19,5% en dólares, año corrido a agosto) y el auge de algunos sectores manufactureros. Los modelos de pronóstico muestran que el dinamismo de las importaciones de bienes de capital continuaría con el ritmo exhibido en lo corrido de 2006, con lo cual podrían crecer a tasas cercanas al 20%.

En materia de exportaciones, para el segundo semestre de 2006 los modelos del Banco de la República pronostican una aceleración de las no tradicionales, alcanzando un crecimiento anual de entre 7,5% y 9,5%. Por su parte, las exportaciones tradicionales crecerían a un buen ritmo, lideradas, principalmente, por la mejor producción de café (que crecería en promedio 9,0% en el segundo semestre) y de carbón (16,8% anual real en el segundo semestre). En conjunto, se espera que las exportaciones totales se expandan 6,7% en 2006.

Según la oferta, los sectores no transables seguirían explicando gran parte del crecimiento del PIB. En particular, se pronostica que, para el punto medio del intervalo entre 5,5% y 6,5%, el sector de la construcción pueda crecer a tasas cercanas al 12%, mientras que el comercio y el transporte crecerían por encima de 9,5% en 2006 (Cuadro 10).

CUADRO 10

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB REAL SECTORIAL (PORCENTAJE)

	2004	2005 ^{a/}	2006 ^{b/}
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,0	3,1	1,6
Explotación de minas y canteras	2,7	2,4	0,5
Electricidad, gas y agua	2,8	3,2	2,8
Industria manufacturera	7,2	3,9	8,0
Construcción	12,4	12,1	12,2
Edificaciones	29,4	3,6	11,1
Obras civiles	(10,0)	28,2	13,8
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	7,6	9,4	9,8
Transporte, almacenamiento y comunicación	6,2	5,0	9,5
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	4,8	3,6	0,7
Servicios sociales, comunales y personales	1,4	4,0	2,9
Intermediación financiera medida indirectamente	10,3	8,4	(8,4)
Subtotal valor agregado	4,5	4,7	5,5
PIB	4,9	5,2	6,0
Impuestos, menos subsidios	10,6	12,8	11,7
Servicios financieros netos de SIFMI ^{c/}	3,1	2,0	3,8
Transables ^{d/}	5,0	4,0	5,7
No transables	4,8	6,0	6,2

a/ Preliminar.

b/ Proyección correspondiente al punto medio del intervalo en 5,5% y 6,5%.

c/ Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente.

d/ Se supone como transables los sectores agropecuario, minero, manufacturero, los servicios de transporte aéreo, acuático, complementarios y auxiliares, y algunos servicios privados a las empresas.

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

El sector transable más dinámico sería la industria manufacturera, la cual creció 6,8% anual en el primer semestre, y en los meses de julio y agosto mostró aumentos por encima del 12% según la MMM del DANE. El crecimiento de este sector en el año estaría entre 8% y 9%.

Otro posible sesgo hacia un crecimiento mayor lo representa la posibilidad de una mejor cosecha cafetera, con un crecimiento anual del orden de 15% (escenario alto) en el segundo semestre de 2006 (mayor al 9%, considerado en el escenario central).

En síntesis, los riesgos por el lado de la oferta apuntan hacia un crecimiento entre 5,5% y 6,5% para 2006. Como se indicó, este pronóstico se encuentra por encima del consignado en el Informe de junio, e implica una aceleración frente al crecimiento de 2005 (Gráfico 34).

2. Pronóstico de PIB para 2007

Los ejercicios de simulación para la economía en 2007, los cuales se realizan con un modelo de equilibrio general multisectorial, y que dependen, en gran medida, del escenario central de la balanza de pagos, muestran que el buen ritmo de crecimiento continuará el año entrante. En términos generales, los choques que se anticipan en materia de términos de intercambio, demanda externa y flujo de capitales no impedirían que se sitúe por encima del 4,0%.

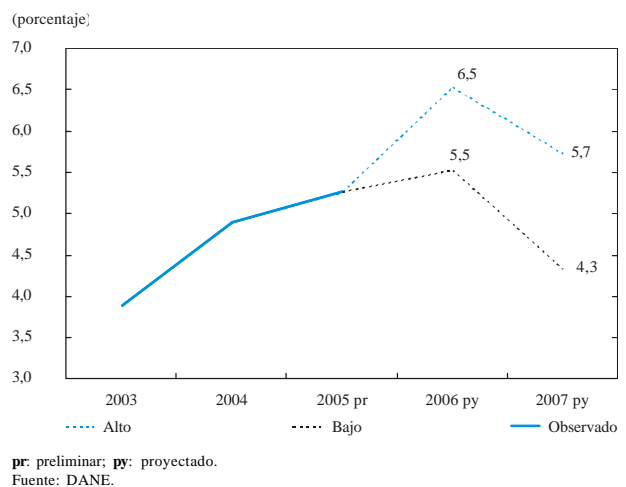
En materia de los términos de intercambio, se supone una caída superior al 10% en los precios del café (en promedio para el año, con respecto a los de 2006), del -9% en el precio del crudo colombiano y de -4,5% para el resto de la minería (que pondera la producción de carbón, ferróníquel y oro). Se supone una inflación mundial moderándose en torno del 3,0% anual, y una tasa de crecimiento real de la economía mundial y de nuestros principales socios comerciales de entre 3,2% y 3,4%, considerablemente por debajo de lo pronosticado para 2006 (4,5%).

Aunque se prevé una disminución de 2,1% en la extracción de petróleo, la producción de café y el resto de la minería crecerían a tasas de 0,5% y 5,8%, respectivamente. Las remesas de los trabajadores crecerían en dólares cerca de 6,0%, lo cual es coherente con un aterrizaje suave de la economía de los Estados Unidos y un comportamiento estable de la Unión Europea. Por último, se supone un crecimiento real del gasto público de 4,0% y de la inversión pública de 15%.

Con estos supuestos se pronostica que el PIB podrá crecer en 2007 en un rango de entre 4,3% y 5,7%, lo que implica una moderación con respecto a 2006, en buena parte, explicada por condiciones externas menos favorables (Gráfico 34).

GRÁFICO 34

CRECIMIENTO PORCENTUAL ANUAL REAL DEL PIB



En 2007 el PIB podría crecer entre 4,3% y 5,7% de acuerdo con los modelos del Banco.

Los pronósticos suponen una política monetaria activa que se ajusta para garantizar el cumplimiento de las metas de inflación.

C. PRONÓSTICO DE INFLACIÓN

1. Pronósticos

Los pronósticos de inflación que se presentan a continuación se obtuvieron a partir del modelo central del banco (MMT), utilizando los supuestos sobre contexto externo, crecimiento interno, brecha del producto y balanza de pagos discutidos en las secciones precedentes. Para los pronósticos actuales no se incluyó ningún efecto por cuenta de la reforma al IVA, la cual entraría en vigencia el año entrante. Conviene señalar que las anteriores reformas al IVA han afectado el nivel de precios al consumidor de manera variada, generando aumentos transitorios en la inflación. En el escenario central tampoco se consideró el posible efecto de un fenómeno de El Niño sobre el precio de los alimentos perecederos, aunque de acuerdo con las agencias de meteorología (incluido el Instituto de Hidrología, Meteorología y Estudios Ambientales de Colombia –Ideam–) ya se estaría desarrollando uno, muy posiblemente de intensidad moderada, y que afectaría los patrones de lluvias hacia finales de 2006 y comienzos de 2007.

Al igual que para el Informe de junio, el único choque de importancia que se consideró en la senda central de pronósticos actual fue el aumento del precio de los combustibles y su impacto sobre las tarifas de servicio de transporte público. De acuerdo con la política de fijación de precios para combustibles, aún se requerirían ajustes al precio local, superiores a las metas de inflación, para actualizarlo de acuerdo con las cotizaciones internacionales que prevalecerían en 2007, y que en este informe se proyectan alrededor de US\$60 el barril para el petróleo de referencia WTI.

Los principales resultados se consignan en el Cuadro 10. Como es usual, los pronósticos que se obtienen implican una política monetaria activa, es decir, suponen ajustes en las tasas de interés para garantizar el cumplimiento de las metas de inflación en el largo plazo¹¹. Así mismo, los pronósticos centrales suponen que el canal de transmisión de las tasas de interés se comporta como lo ha hecho en años anteriores: esto es, cambios en las tasas de intervención del Banco repercuten en las tasas del mercado, tanto en las de captación como en las de colocación, con un rezago no muy amplio.

La senda central del pronóstico muestra que la inflación total para finales de año sería de 4,6%, dentro del rango meta establecido por la JDBR pero por encima de lo previsto en el informe anterior (3,9%). El aumento en las proyecciones se concentró en alimentos y regulados, como resultado de la subestimación en que incurrieron los pronósticos previos en la inflación de dichas subcanastas (Cuadro 10). En el caso de la inflación sin alimentos, el indicador de inflación básica en el MMT, el pronóstico central para finales de 2006 es de 4%, situado en el piso del rango meta.

El pronóstico de inflación para 2006 estaría dentro del rango meta (entre 4,0% y 5,0%).

¹¹ En el MMT los cambios de la postura de política monetaria tienen un efecto significativo sobre la inflación sólo a partir de horizontes superiores a los tres trimestres.

PRÓNOSTICOS DEL MODELO CENTRAL (MMT)

	Inflación total	Inflación de alimentos	Inflación sin alimentos			Regulados	Brecha del producto
			Total	No transables	Transables		
Sep-06	4,5	5,9	3,9	4,2	2,5	5,9	0,6
Dic-06	4,6	5,8	4,1	4,3	2,5	6,3	0,9
Mar-07	4,8	5,8	4,4	4,5	2,5	7,3	1,1
Jun-07	4,7	5,6	4,4	4,6	2,2	7,6	1,2
Sep-07	3,9	4,1	3,9	4,9	1,7	5,9	1,0
Dic-07	3,7	4,0	3,7	4,8	1,2	6,3	0,8
Mar-08	4,1	4,4	4,0	4,8	1,7	7,0	0,6
Jun-08	4,0	4,0	3,9	4,7	1,9	6,6	0,3
Sep-08	3,8	3,8	3,8	4,6	2,1	5,3	0,1

Fuente: Banco de la República.

Para lo que resta de 2006 no se esperan cambios importantes en las tendencias de ninguno de los componentes en los cuales se divide el IPC. En particular, se considera que la inflación de transables (sin alimentos no regulados) ya habría recogido el grueso del impacto de la depreciación del segundo trimestre y que la posterior destorcida del tipo de cambio, junto con la estabilidad que se prevé para los próximos meses, mantendrá la inflación de esta subcanasta en los bajos niveles observados en septiembre. Con respecto a la inflación de no transables, sin alimentos ni regulados, tampoco se prevén cambios sustanciales, salvo un ligero repunte que podría provenir de ajustes en arriendos, el cual estaría explicado por el rápido crecimiento de la demanda interna (Cuadro 10).

Hacia la primera mitad de 2007 podrían presentarse tendencias alcistas más claras, que en junio llevarían la inflación total a niveles de 4,7%. Sin embargo, una vez más, las principales presiones se originarían en alimentos y regulados, y en buena parte serían transitorias. En particular, en el caso de regulados, además de las alzas en combustibles y su posible efecto en el transporte, se espera una aceleración moderada en el ritmo de ajuste de las tarifas de energía eléctrica, lo que compensaría los muy bajos reajustes observados en 2006. También, por efectos puramente estadísticos, en el primer trimestre del año debería observarse una aceleración en el ritmo de ajuste anual de tarifas de agua (Cuadro 10).

Para alimentos, las alzas que se podrían presentar a comienzos de año estarían ligadas, sobre todo, al ciclo normal de la oferta de productos de origen primario, aunque no se descarta que se presenten algunas presiones por cuenta del alto precio internacional del petróleo y de su efecto en los costos de insumos y en los precios externos de alimentos importados o potencialmente exportables. La presencia del fenómeno de El Niño tendería a aumentar los precios aún más de lo previsto en este Informe, pero esto sucedería para comienzos del próximo año,

Este pronóstico es superior al del informe anterior como consecuencia de choques de oferta en alimentos y regulados.

Los aumentos en la inflación de la primera mitad de 2007 tenderían a revertirse en la segunda mitad del año, una vez se comiencen a disipar los choques de alimentos y regulados.

fundamentalmente, sólo de manera transitoria, y si se confirma su naturaleza moderada el impacto debería ser muy pequeño (véase Recuadro 2).

En general, los aumentos de la primera mitad del año en la inflación total al consumidor tenderían a revertirse en la segunda mitad del año, una vez se comiencen a disipar los choques de alimentos y regulados. En el caso de alimentos, por ejemplo, los ajustes en precios por encima de las metas y de la inflación total observada se extenderían hasta mediados del próximo año, elevando el precio relativo de este grupo. Para el segundo semestre de 2007, los altos precios estimularían la oferta, permitiendo ajustes menores y una reducción de la inflación tanto en alimentos como en la total.

Aún así, algunas presiones alcistas de menor grado también se podrían presentar por cuenta de la inflación de no transables (sin alimentos ni regulados), como se viene anticipando desde hace varios informes, asociadas con un ritmo alto de expansión de la demanda interna. De acuerdo con el MMT, la inflación anual de no transables podría alejarse de las metas del Banco de largo plazo en los próximos tres trimestres, aunque empezaría nuevamente a converger hacia ellas en la segunda mitad de 2007, dados los cambios de la política monetaria que han ocurrido desde abril de 2006.

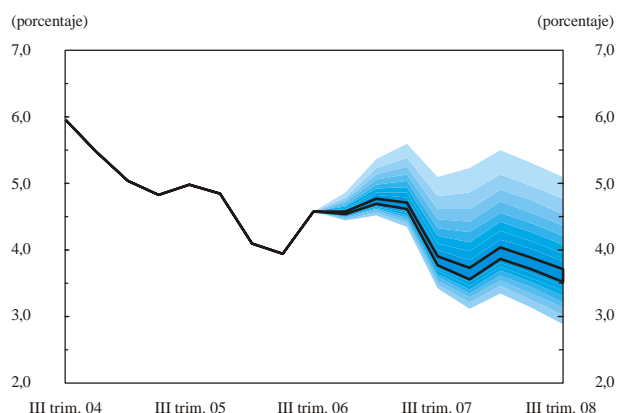
Una modificación importante que se presentó en los pronósticos actuales frente a los del Informe anterior tiene que ver con el papel del tipo de cambio en la inflación de transables y en la total. Aunque en ambos informes se ha previsto una relativa estabilidad cambiaria hacia el mediano plazo, en el actual el punto de partida del tipo de cambio es menor, dada la apreciación observada en meses recientes. Con esta nueva senda, los precios de bienes y servicios transables (sin alimentos ni regulados) ejercerían presiones bajistas desde comienzos de 2007; además, éstas se mantendrían durante más tiempo que lo contemplado en el Informe de junio, ayudando a mantener baja la inflación total y sin alimentos más allá de 2008.

En síntesis, aunque los pronósticos de este informe para los próximos tres trimestres son mayores que los del informe anterior, el aumento se concentró básicamente en una revisión de los choques de oferta por alimentos y regulados. Para la segunda mitad de 2007 los pronósticos prevén la disminución de la inflación al consumidor a niveles más acordes con las metas, lo cual ocurriría gracias a menores presiones sobre los precios de los alimentos y regulados pero también por el bajo nivel en la inflación de transables, dada la estabilidad esperada en el tipo de cambio. La inflación de no transables convergería más lentamente hacia las metas de largo plazo, en la medida en que se transmitan los efectos de las decisiones de política monetaria que han tenido lugar desde abril de este año.

La inflación de no transables empezaría a converger hacia la meta en la segunda mitad de 2007, dados los cambios que han tenido lugar en la política monetaria.

2. Riesgos

En el Gráfico 35 (*Fan Chart*) se presenta la senda central para la inflación total, junto con la distribución de probabilidades, la cual ilustra el nivel de incertidumbre

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


Fuente: cálculos del Banco de la República.

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

Rangos de inflación (%)	Probabilidad (%)					
	2007			2008		
	Jun.	Sep.	Dic.	Mar.	Jun.	Sep.
mayor a 5,5	48,7	15,3	13,3	12,2	11,0	11,4
menor a 5,5	51,3	84,7	86,7	87,8	89,0	88,6
menor a 5,0	14,2	68,3	75,2	77,2	79,3	78,9
menor a 4,5	0,1	44,3	58,7	61,7	64,9	64,7
menor a 4,0	0,0	16,0	37,9	42,0	46,3	46,5
menor a 3,5	0,0	0,9	15,0	19,9	25,0	25,9
menor a 3,0	0,0	0,0	1,7	3,8	6,9	8,1

asociado con la proyección central. En esta oportunidad la distribución de probabilidades se desplazó hacia arriba, frente al Informe de junio. Esto indica que, bajo la actual coyuntura económica y la esperada para los próximos seis a ocho trimestres, se considera que hay mayores riesgos de que la inflación se sitúe por encima de la senda central que por debajo de ella.

El sesgo hacia arriba es más evidente a partir del segundo semestre y tiene que ver, en parte, con la importante reducción de la inflación para dicho período, de acuerdo con la senda central del pronóstico. Como se comentó en la sección anterior, dicha reducción está relacionada con la disminución de la inflación de alimentos, por lo que se justifica tener un intervalo de confianza amplio y sesgado hacia arriba, dado que en los últimos trimestres los pronósticos han subestimado sistemáticamente los datos observados.

Los factores más importantes que podrían aumentar la inflación frente a la senda central prevista por el MMT son:

- *El fenómeno de El Niño*: como se indicó, éste se presentaría a finales de 2006 y comienzos de 2007 en una versión moderada. Generalmente han sido los fenómenos de intensidad fuerte los que han tenido repercusiones importantes sobre los precios de los alimentos y de otros rubros de la canasta al consumidor, tales como la energía eléctrica. Sin embargo, de acuerdo con las series históricas y los modelos del Banco, un fenómeno de intensidad moderada también podría afectar los precios en algún grado, por lo menos en forma transitoria.
- *La reforma al IVA*: a la fecha resulta difícil establecer cuál podría ser su impacto sobre la inflación al consumidor, y en buena medida va a depender del número de rubros de la canasta que resulten directamente afectados.

Los factores más importantes que podrían aumentar la inflación frente a la senda central son: el fenómeno de El Niño y la reforma al IVA...

... Ambos factores tiene un efecto transitorio sobre la inflación siempre y cuando no se transmitan a las expectativas.

Como en el caso de El Niño, su efecto directo es estrictamente transitorio y se manifestaría a lo largo del año en la inflación anual; no obstante, como con cualquier choque transitorio, puede también tener efectos permanentes si induce aumentos en las expectativas de inflación.

- *Probabilidad de un mayor crecimiento económico:* en este Informe se estima que el crecimiento total para 2006 podría estar entre 5,5% y 6,5%, y para 2007 en una cifra menor, aunque todavía muy favorable. Sin embargo, los resultados de diversos indicadores sectoriales, tanto de producción como de consumo, sugieren que hay riesgos hacia un crecimiento en la parte superior de esos intervalos. De ser así, las presiones sobre precios originados en la demanda podrían ser mayores que las contempladas en la senda central del pronóstico.
- *Aumentos salariales:* en meses recientes se han observado aumentos de salarios a tasas cercanas al 8% en algunos segmentos del mercado laboral. Hasta ahora, los incrementos estarían limitados a los sectores modernos de la economía (industria y comercio) y serían compensados por ganancias de productividad; sin embargo, si ajustes salariales muy superiores a las metas de largo plazo se extienden hacia sectores donde las ganancias de productividad son menos claras o si dichas ganancias no se mantienen, podría surgir presiones sobre los precios.

Entre los factores que explicarían una inflación menor a la del escenario base, los más importantes son:

- *Apreciación del tipo de cambio:* en el escenario central se supone que la tasa de cambio se mantiene estable. Sin embargo, podría tener lugar una apreciación cambiaria si se verifican las expectativas de menores alzas en las tasas de interés de los Estados Unidos y en otras economías desarrolladas, si las exportaciones mantienen su dinamismo, y si se aumentan los flujos de capitales hacia las economías emergentes. Con un menor tipo de cambio la inflación de transables sería menor que la contemplada en este Informe.
- *Menores precios de los combustibles:* en el escenario principal se espera que el precio internacional del petróleo no siga cayendo, y que incluso se presenten ligeros aumentos hacia el mediano plazo. Dados estos niveles, se presentarían alzas en el precio interno de los combustibles por encima de las metas, las cuales explicarían el aumento de la inflación de regulados en 2007. No obstante, si los precios externos siguen cayendo las presiones sobre los precios internos serían menores y la inflación de regulados también podría serlo.
- *Choque negativo al no ser prorrogado el Atpdea:* En este informe no se espera ningún choque importante sobre el sector externo. Sin embargo, existe el riesgo de que las preferencias arancelarias (Atpdea) que tienen

Podría tener lugar una apreciación cambiaria si se verifican las expectativas de menores alzas en las tasas de interés externas, las exportaciones mantienen su dinamismo y aumentan los flujos de capitales hacia las economías emergentes.

nuestras exportaciones en los Estados Unidos no se extiendan para 2007. Esto afectaría el crecimiento de algunos sectores transables, probablemente disminuyendo el crecimiento económico y reduciendo las presiones sobre la inflación.

- *Efectos de la globalización:* la globalización puede haber desempeñado un papel importante en el control de la inflación en los últimos años al exponer a la competencia externa a las firmas nacionales y al reducir los precios de materias primas y bienes finales importados. A nivel internacional hay evidencia abundante al respecto (véase Recuadro 3). Es posible que la globalización siga conteniendo parte de las presiones alcistas sobre los precios, lo cual no estaría contemplado en la senda central del actual informe.

En general, en este informe se considera que, frente a la senda central del MMT, los riesgos de observar en 2007 una inflación más alta son mayores que los de observar una inflación menor. Teniendo en cuenta esto, en este informe se considera que la probabilidad de observar una inflación por debajo de 4,5% para finales de 2007 es relativamente alta (59% en septiembre), aunque menor que la obtenida en el Informe de junio (75%). No sobra recordar que estas probabilidades, al igual que la senda central de los pronósticos, suponen una política monetaria activa que, en principio, garantiza el cumplimiento de las metas de inflación en el largo plazo.

La probabilidad de observar una inflación por debajo del 4,5% para finales de 2007 es relativamente alta.

EL FENÓMENO DE EL NIÑO Y SU POSIBLE IMPACTO EN COLOMBIA

Edgar Caicedo G.*

Recientemente las autoridades meteorológicas del país (Instituto de Hidrografía, Meteorología y Estudios Ambientales de Colombia –Ideam–) y de otros países, alertaron sobre la presencia de un fenómeno de El Niño de intensidad moderada en Colombia. Dicho fenómeno se habría iniciado en agosto de este año y se prolongaría hasta mediados de 2007. De acuerdo con el Ideam, uno de sus efectos sería la reducción de las lluvias entre un 30% y 50% en la Costa Caribe y de entre 20% y 30% en la zona andina. Por el contrario, las lluvias podrían aumentar en el sur del país y en los llanos orientales. Según las autoridades meteorológicas, en septiembre y comienzos de octubre ya se detectaba alguna reducción en la precipitaciones en el interior del país, aunque no en la costa norte.

I. ¿Qué es y cuándo se presenta El Niño?¹

El Niño es un evento de naturaleza marina y atmosférica que consiste en un calentamiento anormal de las aguas superficiales en el pacífico tropical central y oriental, frente a las costas del norte de Perú, Ecuador y sur de Colombia, que dependiendo de la intensidad alcanzada puede afectar el clima mundial². En términos generales, este calentamiento de la superficie del Océano Pacífico es recurrente, aunque no periódico y se presenta entre cada dos y siete años. En ciertas ocasiones esta perturbación climática se revierte luego de haber comenzado. En el caso colombiano, en general, los períodos lluviosos tienden a atenuarse y el seco a intensificarse. Su duración, en promedio, es de doce meses, aunque han sido registrados fenómenos más cortos (siete meses) y más largos (28 meses) –en el Gráfico R2.1 se identifican varios episodios que tuvieron algún impacto en Colombia–.

II. Efectos generales de El Niño

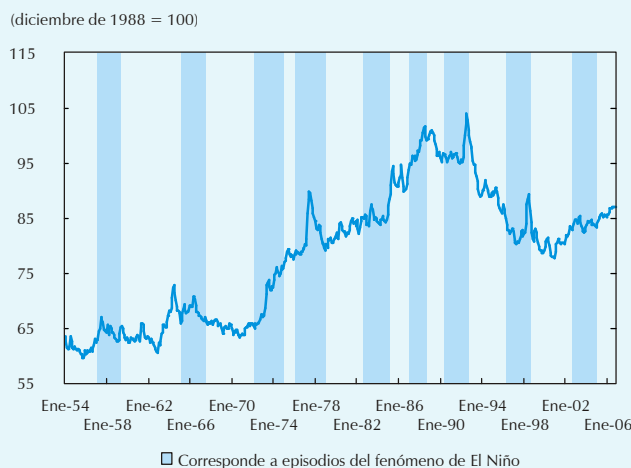
Se han identificado efectos perjudiciales a diferentes niveles. Desde el punto de vista de la inflación, el más sobresaliente es el relacionado con la reducción de la oferta agrícola, a causa de las menores precipitaciones y de su impacto sobre los precios de los alimentos, al aumentarlos transitoriamente. Dependiendo de la intensidad del fenómeno, otros efectos perjudicia-

* El autor es profesional experto de la Sección de Inflación del Departamento de Programación e Inflación. Los resultados y opiniones de este artículo son de su exclusiva responsabilidad y su contenido no compromete al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

¹ Esta sección se basó en: Ideam (2002), Ideam (2006) y <<http://www.pmel.noaa.gov/tao/el-nino/el-nino-story.html>>

² El fenómeno contrario se conoce con el nombre de La Niña.

GRÁFICO R2.1
PRECIO RELATIVO DE LOS ALIMENTOS, DEFLACTADO POR EL IPC TOTAL SIN ALIMENTOS



Fuente: DANE e Ideam.

les también se han observado sobre todo en la pesca marítima (reducción en los volúmenes extraídos), en el transporte (reducción entre 10% y 25% de los volúmenes de carga transportada por ríos), en el sector hidroeléctrico (reducción de los niveles de embalses y represas con incrementos tarifarios) y en la salud (aumentos de enfermedades tropicales).

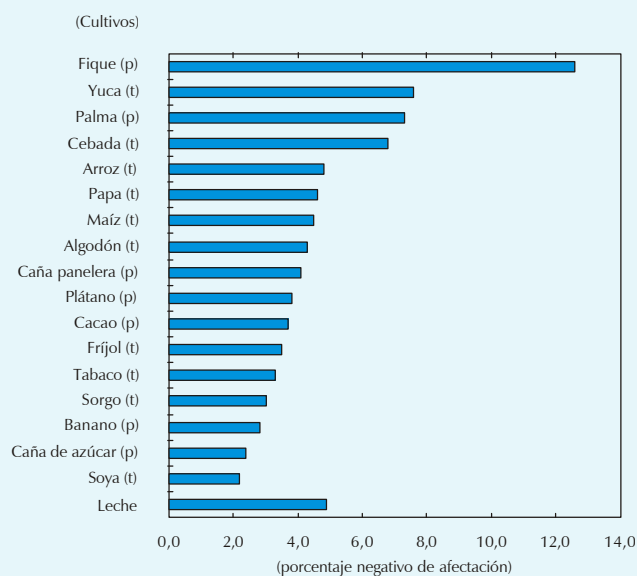
III. Efectos sobre la producción y los precios agrícolas

Los principales efectos de El Niño recaen sobre el sector agropecuario. En general, las variaciones en los rendimientos de los diferentes cultivos dependen de factores tecnológicos y económicos, pero también de fenómenos naturales, especialmente de origen climático. Es el caso de las menores precipitaciones ocasionadas por El Niño: los análisis realizados confirman la tendencia de reducir la productividad agropecuaria. Según cálculos realizados por el Ministerio de Agricultura, la presencia de un fenómeno de El Niño se traduce en una reducción cercana al 5% en el rendimiento agrícola. El impacto es ligeramente mayor en los cultivos permanentes (5,5%), frente a los transitorios (4,4%). Cuando el fenómeno cubre períodos de dos años calendario se ha comprobado que el impacto negativo sobre los rendimientos agrícolas es mayor en el segundo año³.

Los cultivos más afectados históricamente han sido el fique, la yuca, la palma africana, la cebada, el arroz y la papa (Gráfico R2.2). En el caso de la leche, históricamente su producción ha caído un 4,9% en promedio cada vez que se presenta un episodio de El Niño, pero en el caso del café, los efectos no han sido tan importantes⁴.

³ Ministerio de Agricultura (2006).

GRÁFICO R2.2
ÍNDICE DE AFECTACIÓN PROBABLE EN LOS RENDIMIENTOS AGRÍCOLAS
POR EL FENÓMENO DE EL NIÑO EN COLOMBIA, 1970-1996



Con respecto a los precios, el análisis de las series históricas muestra que El Niño puede generar aumentos importantes en precios agrícolas y de alimentos, especialmente los perecederos. En el Gráfico R2.1 se observa cómo la presencia de dicho fenómeno en los cincuenta años más recientes ha coincidido con aumentos en el precio relativo de los alimentos, medidos a partir del IPC.

El Cuadro R2.1 resume el comportamiento de la inflación al consumidor en éste mismo período, diferenciando los años cuando se presentó el fenómeno, de los años en que no lo hizo. Entre 1960 y 2005 la inflación promedio en años sin fenómeno fue de 15%, mientras que en los años con presencia de El Niño ésta fue de 19,5%. Igualmente, la variación anual en los precios de los alimentos fue inferior en los años sin Niño (15%), frente a aquellos en los que sí lo hubo (21%)⁵. Por su parte, la variación anual promedio en el precio relativo de los alimentos fue nula cuando se excluye dicho fenómeno y de 1,0 pp cuando se incluye. En presencia de El Niño los alimentos explicaron, en promedio, el 30,6% de la inflación causada en aquellos años, frente a 27,5% en los años en que no hubo. Finalmente, en presencia del fenómeno la inflación total tiende a concentrarse mucho más en la primera mitad del año⁶.

⁴ Según Cenicafé (2006), el hecho de que El Niño esperado para finales de este año y comienzos de 2007 coincida con la época de menos lluvias en la zona cafetera podría, incluso, ser favorable para las floraciones de la cosecha del nuevo año cafetero; aún así, Cenicafé no recomienda hacer nuevas siembras en esta época.

⁵ La inflación sin alimentos también se incrementa con episodios de El Niño en cerca de 5 pp, lo cual se explica por el encarecimiento de los insumos agrícolas para la industria y por el incremento de las tarifas de energía eléctrica.

⁶ Véase al respecto, Banco de la República (2004).

CUADRO R2.1
PRECIOS AL CONSUMIDOR EN EPISODIOS DEL FENÓMENO DE EL NIÑO

	Inflación			Precio relativo de alimentos	Participación en la inflación de alimentos
	Total	Alimentos	Sin alimentos		
Promedios					
Total (1955-2005)	16,6	17,3	16,4	0,5	28,9
Sin El Niño	14,9	15,1	14,9	0,1	27,5
Con El Niño	19,5	20,8	19,0	1,0	30,6

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Es importante aclarar que la incidencia del fenómeno de El Niño sobre la inflación total al consumidor ha tendido a disminuir con el transcurso del tiempo y esto, en parte, ha estado relacionado con el cambio en la estructura de consumo de los hogares; en particular, con la menor participación de los alimentos. También conviene señalar que el efecto sobre precios suele ser, en gran parte, transitorio y que, en varias oportunidades, a la disminución de la oferta y al aumento de precios han seguido episodios de fuertes repuntes en la producción, especialmente de productos perecederos, con la consiguiente disminución en precios y menores tasas de inflación.

IV. ¿Qué puede esperarse del fenómeno en 2006 y 2007?

Se estima que el actual episodio de El Niño tenga un efecto muy limitado sobre los precios al consumidor: en primer lugar, porque el peso del grupo de alimentos es menor al observado en el pasado; en segundo, porque se prevé un fenómeno moderado (con 60% de probabilidad frente a un 10% para uno de intensidad fuerte y 30% para uno de intensidad débil) con bajo impacto económico. Finalmente, porque todo indica que su impacto inflacionario sobre alimentos es transitorio y se concentraría, sobre todo, en la primera mitad de 2007, el cual habrá desaparecido en la segunda mitad del año. Con respecto a los posibles efectos sobre la generación de energía eléctrica, se espera que estos sean nulos o muy pocos a diferencia de lo ocurrido en otras ocasiones⁷.

Aunque el Ideam ha confirmado la presencia de El Niño, este no necesariamente tiene que consolidarse o durar hasta finales del segundo trimestre del próximo año, ya que en algunos

⁷ Tal es el caso de septiembre de 1991, cuando el nivel de los embalses a comienzos de El Niño era de 57%, reduciéndose apenas al 17% en marzo de 1992; sin embargo, en la actualidad los embalses alcanzan un 80% de ocupación, y el país cuenta con una infraestructura más amplia de generación térmica. Al respecto ver la página electrónica del Ministerio de Minas y Energía: <www.minminas.gov.co>.

episodios anteriores el proceso se interrumpió a mitad de camino. De esta forma, el fenómeno, especialmente en materia de su extensión y de su efecto sobre precios, continúa altamente incierto.

Bibliografía

Banco de la República (2004) “Distribución de los ajustes de la inflación en un año”, en *Informe sobre Inflación*, septiembre, Bogotá, Colombia.

Cenicafé (2006) *Comportamiento del fenómeno de El Niño en la zona cafetera colombiana 2006-2007*, Manizales, Colombia.

Ideam (2002) *Efectos naturales y socioeconómicos del fenómeno de El Niño en Colombia*, marzo, Bogotá, Colombia.

_____ (2006b) *El Niño en Colombia*, septiembre, Bogotá, Colombia.

_____ (2006a) *Seguimiento de El Niño en Colombia*, informe núm. 3, Bogotá, Colombia.

Ministerio de Agricultura (2006) *Plan de prevención y mitigación de efectos del fenómeno de El Niño en el sector agropecuario*, Bogotá, Colombia.

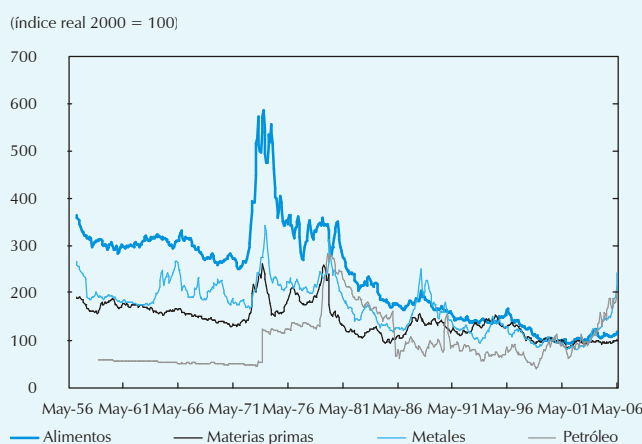
¿QUÉ HA PASADO CON LOS PRECIOS INTERNACIONALES DE LOS PRODUCTOS BÁSICOS?

Luz Adriana Flórez*

I. Introducción

En los cuatro años precedentes los precios internacionales de los productos básicos (*commodities*) han presentado un importante incremento. Entre 2002 y 2005 el precio real de la energía aumentó 95% y el de los metales 78% (Gráfico R3.1)¹. Sin embargo, en el mes de septiembre se presentó una caída importante en los precios nominales, especialmente en petróleo (12,4%), gas natural (31%), gasolina (21,4%) y otros, como el oro (5,2%). Si bien esta destorcida es atribuida a algunos choques (p. e. una temporada de huracanes más suave, aumento en los inventarios de algunas economías desarrolladas, entre otros), existe la duda de si ésta marca el inicio de una nueva tendencia de largo plazo. Aquí se analiza brevemente los hechos estilizados encontrados por la literatura, los cuales permiten entender el comportamiento actual y futuro de los precios de los *commodities*.

GRÁFICO R3.1
PRECIOS DE LOS COMMODITIES, SIN ENERGÍA



Fuente: FMI, cálculos de la autora.

* Profesional de la Sección de Inflación del Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones expresadas son de la responsabilidad exclusiva de la autora y no reflejan necesariamente las del Banco de la República ni la de su Junta Directiva. Se agradecen los comentarios de Luis Eduardo Arango.

¹ Comparando los datos a mayo de 2006 con los observados en 2002 se aprecia un crecimiento de 126% y 143%, respectivamente. Estos cálculos están basados en las estadísticas del Fondo Monetario Internacional, que a la fecha sólo están disponibles a mayo de 2006.

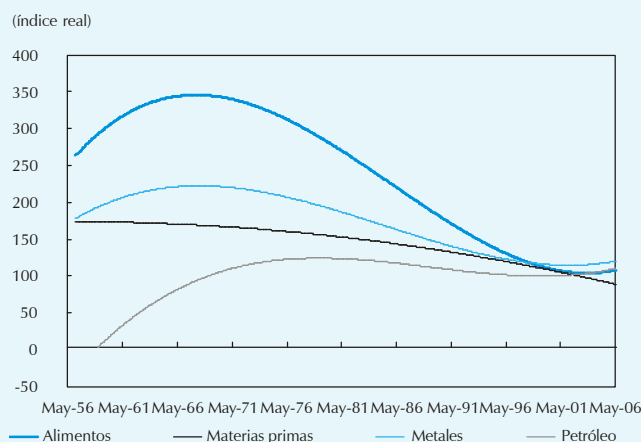
II. Hechos estilizados

La literatura sobre *commodities* se ha enfocado en analizar los siguientes hechos: tendencias de largo plazo, variabilidad, persistencia, no linealidad en los ciclos y su relación con el crecimiento económico mundial.

A. Tendencia de largo plazo

A pesar del aumento observado en los años anteriores de los precios de los *commodities*, su tendencia de largo plazo ha sido diferente. Al realizar un análisis desde 1957 se observa que esta tendencia ha sido descendente², especialmente desde los máximos observados durante los años setenta. En el caso de los metales y el petróleo su componente tendencial ha mostrado un incremento en los últimos años que, sin embargo, no supera los niveles observados en la década de los setenta. En cuanto a las materias primas y los alimentos, continuaron su dinámica descendente (Gráfico R3.2).

GRÁFICO R3.2
COMPONENTE DE LARGO PLAZO DE PRECIOS DE LOS COMMODITIES



Fuente: FMI, cálculos de la autora.

Cashin and McDermott (2002) estudiaron el comportamiento de largo plazo de los precios de los *commodities* e, igualmente, concluyeron que esta tendencia ha mostrado una caída cercana al 1% real por año en los últimos 140 años, con poca evidencia de quiebre estructural en la misma. Los resultados anteriores y la característica de estacionariedad de las series nos permitiría validar la hipótesis de Prebisch-Singer (1950)³, quienes plantean que la mayor

² El componente de largo plazo fue calculado por medio de polinomios de grados 2 y 3, según el caso: esto es, para el precio de cada bien se realizó la siguiente estimación: $p_t = c + dt^2 + dt^3$, donde p_t es el precio de cada *commodity* y dt es la variable de tiempo o tendencia.

³ Según estos autores, los términos de intercambio se deterioran históricamente dada las diferencias entre el crecimiento de la demanda y la estructura de producción entre el mercado de materias primas y el de bienes manufacturados (citados en Wayne, 1990).

competitividad en el mercado de *commodities* frente a otros mercados permite una disminución de precios en el largo plazo.

B. Volatilidad

Junto con la tendencia descendente de largo plazo en los precios se ha observado una reducción en su volatilidad. Para los alimentos la desviación en la década pasada ha disminuido desde su nivel máximo, observado en los años setenta; igual sucede con las materias primas. En el caso de los metales y el petróleo, en los cinco años precedentes se observa un moderado aumento de la volatilidad, aunque esta parece ser más uniforme a lo largo de la muestra (Cuadro R3.1). Estos resultados son similares a los hallados por el FMI (*World Economic Outlook*, 2006). Según su reporte la alta diversificación en los cultivos de alimentos y la inclusión de mayores avances tecnológicos en estos sectores han permitido la reducción en la varianza de sus precios⁴.

CUADRO R3.1
DESVIACIÓN ESTÁNDAR
(ÍNDICE REAL 2000 = 100)

	Alimentos	Materias primas	Metales	Petróleo
1957-1970	19,5	14,1	24,7	2,9
1971-1980	84,7	35,1	34,8	66,6
1981-1990	33,3	15,3	29,2	51,6
1991-2000	18,8	15,9	16,2	15,3
2001-2006	7,7	4,4	36,5	38,5
1957-2006	102,4	35,4	50,9	52,7

Fuente: FMI, cálculos de la autora.

C. Persistencia⁵

Cashin *et al.* (2000), con técnicas avanzadas, encuentran una fuerte evidencia de persistencia en todos los precios de los *commodities*. Teniendo en cuenta que su análisis es de frecuencia anual, estos autores encuentran que: “[...] para la mayoría de *commodities* individuales se requieren más de cinco años, para que la mitad del efecto del choque inicial en precios desaparezca” (p. 182). Para tratar de contrastar estos resultados, en este recuadro se utilizó un modelo autorregresivo de orden uno para cada grupo. En todos los ejercicios el coeficiente fue significativo y cercano a 1, mostrando una alta persistencia⁶.

⁴ Cashin y McDermott (2002), encontraron un aumento en la volatilidad de los precios a partir de 1971. Sin embargo, estos resultados son obtenidos del análisis de un índice agregado (*Index of industrial commodity prices*, calculado por *The Economist*).

⁵ Aquí se entiende por persistencia la memoria que una variable tiene de su propia historia.

D. *No linealidad y relación con el ciclo económico*

Además de la alta persistencia observada en los precios, Cashin *et al.* (2000) prueban la existencia de no linealidades⁷ en los ciclos de estos; incluso han encontrado que los períodos de recesión son más prolongados que los de auge.

De otro lado, en la literatura se ha encontrado una alta correlación del ciclo de los *commodities* con el crecimiento mundial: los trabajos del Fondo Monetario Internacional (2006), Normand (2006), entre otros, han resaltado este punto. Para validar estos resultados se utilizó como *proxy* del crecimiento mundial la serie de producción industrial para las principales economías desarrolladas, y se encontró lo siguiente: históricamente las materias primas y los metales presentan una importante correlación con el ciclo económico, mientras los alimentos muestran una correlación mucho menor; en cuanto al precio del petróleo, sólo a partir de la década de los noventa se encontró una relación importante (Cuadro R3.2).

CUADRO R3.2
COEFICIENTE DE CORRELACIÓN ENTRE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL
DE PAÍSES DESARROLLADOS Y EL PRECIO DE LOS COMMODITIES
(VARIACIONES ANUALES)

	Alimentos	Materias primas	Metales	Petróleo
1958-1970	0,32	0,63	0,56	0,10
1971-1980	0,53	0,77	0,44	(0,13)
1981-1990	0,48	0,49	0,49	0,17
1991-2000	(0,01)	0,13	0,63	0,48
2001-2006	0,52	0,71	0,78	0,76
1958-2006	0,36	0,52	0,42	0,04

Fuente: FMI, cálculos de la autora.

Cabe anotar que la relación de todos los precios con el ciclo aumentó extraordinariamente en los cinco años precedentes. Algunos analistas (FMI, 2006; Normand, 2006) han argumentado que la entrada de China, entre otras economías emergentes, ha impulsado esta dinámica. Con nuestros cálculos se puede observar que la correlación entre el crecimiento de China y los precios de los *commodities*⁸ ha sido de 0,92% en el caso de las materias primas, 0,77% para los metales y 0,86% para el petróleo, en los últimos cinco años. Estas relaciones son bastante superiores a las observadas en el cuadro anterior (Cuadro R3.3).

⁶ Utilizando más rezagos se encontró que para el caso de los alimentos y materias primas la persistencia es mayor que en el caso de los metales y el petróleo, aunque en cualquiera de los casos ésta es mínimo de seis rezagos.

⁷ Deaton y Laroque (1992), Cashin, *et al.* (1999), entre otros.

⁸ Este ejercicio fue realizado con datos anuales desde 1979: aunque la serie es muy corta, muestra una importante evidencia del impacto de China en el crecimiento de los precios de los *commodities* en los últimos cuatro años.

CUADRO R3.3
COEFICIENTE DE CORRELACIÓN ENTRE EL CRECIMIENTO DE CHINA
Y EL PRECIO DE LOS COMMODITIES
(VARIACIONES ANUALES)

	Alimentos	Materias primas	Metales	Petróleo
1979-1990	0,2	0,2	0,2	(0,3)
1991-2000	0,4	0,6	(0,0)	(0,3)
2001-2006	0,6	0,9	0,8	0,8
1979-2006	0,2	0,3	0,2	(0,2)

Fuente: FMI, cálculos de la autora.

E. Otros hechos más recientes

Además de la importante demanda de bienes básicos por parte de China y otras economías emergentes, también se ha observado un notable aumento de las inversiones especulativas en este tipo de bienes (fondos de cobertura o *hedge funds*, fondos de pensiones e inversionistas individuales). Los analistas han llamado la atención sobre el comportamiento de estos fondos de inversión, que en busca de mayores retornos se dirigieron masivamente a inversiones en bienes energéticos especialmente. Algunos de estos fondos han empezado a presentar pérdidas, dada la caída de los precios del petróleo y el gas en las últimas semanas.

III. Expectativas en el mediano plazo

La alta persistencia y la menor volatilidad de los precios de los *commodities* permiten esperar en el futuro movimientos graduales, lo cual, junto con la alta relación de los precios internacionales y el ciclo económico, estaría indicando que la caída actual en los precios de algunos de estos bienes no será un fenómeno de larga duración, dado que para los próximos años aún se espera un buen comportamiento de la demanda mundial.

Sin embargo, algunos analistas han empezado a llamar la atención sobre el impacto que pueda tener la desaceleración de la economía estadounidense sobre el crecimiento mundial y, finalmente, sobre los *commodities*. Se considera que este efecto es moderado y que, por el contrario, el mayor dinamismo que han mostrado las economías emergentes como China e India, además de otras economías desarrolladas como Europa y Japón, podrían compensar la menor demanda proveniente de la estadounidense.

Finalmente, si bien no se descarta que el comportamiento que han venido presentando algunos fondos de inversión y la posible diversificación de sus portafolios podrían reducir un poco las presiones en los precios de estos bienes, se estima que éste sería moderado, y que la aún buena demanda mundial permitirá observar precios todavía muy favorables. En este sentido, los analistas en general no esperan una caída fuerte en los precios de los *commodities* para los próximos dos años (*The Economist Intelligence Unit*, 2006).

Referencias

Cashin, P.; McDermott, J. (2002) "The Long-Run Behavior of Commodity Prices: Small Trends and Big Variability", *FMI, Documentos de Dirección*, vol. 49, núm. 2.

_____; Liang, H.; McDermott, J. (2000) "How Persistent Are shocks to World Commodity Prices?", *FMI, Documentos de Dirección*, vol. 47, núm. 2.

_____; McDermott, J.; Scott, A. (1999) "Booms and Slumps in World Commodity Prices", *FMI, documento de trabajo*.

Deaton, A.; Laroque, G. (1992) "On the Behavior of Commodity Prices", *The Review of Economic Studies*, vol. 59, núm. 1.

The Economist Intelligence Unit (2006) "World Commodity Forecasts: Industrial Raw Materials".

Fondo Monetario Internacional (2006) "The Boom in Nonfuel Commodity Prices Can It last?", *World Economic Outlook*.

Kellard, N.; Wohar, M. (2006) "On the Prevalence of Trends in Primary Commodity Prices", *Journal of Development Economics*, núm. 79.

Normand, J. (2006) "The Commodity Price Cycle: Has Anything Changed?", *JP Morgan*.

Wayne, E. (1990) "International Trade", en *The Economics of Developing Countries*, Printice-Hall, Inc., Estados Unidos.

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 septiembre de 2006.

I. Proyecciones para 2006

En el Cuadro A1 se presentan los pronósticos para 2006. En promedio, los analistas locales esperan un crecimiento económico de 5,6%, 81 pb por encima del pronóstico del trimestre anterior, y los extranjeros de 5,4%, 72 pb por encima. Al parecer, las expectativas continúan mejorando, probablemente por el notable desempeño de la industria, que ha crecido, en promedio, 8,8% en los primeros ocho meses del año y continúa sorprendiendo, incluso, a los más optimistas. También puede estar influyendo el sólido crecimiento del crédito y el hecho de que el índice de confianza del consumidor de Fedesarrollo se mantiene en niveles cercanos a su máximo histórico, lo cual permite esperar un buen crecimiento del consumo privado.

**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						
Corredores Asociados	5,5	4,8	2.300	7,0	n.d.	n.d.
BBVA Ganadero	5,9	4,5	2.275	n.d.	n.d.	11,9
Bancolombia-Suvalor	5,1	4,5	2.387	6,9	0,8	n.d.
Corficolombiana-Corfivalle	5,9	4,5	2.447	6,6	n.d.	n.d.
Banco de Bogotá	5,5	4,9	2.350	6,5	1,5	n.d.
Fedesarrollo	5,6	4,5	2.450	6,6	1,5	11,8
Promedio	5,6	4,6	2.368	6,7	1,3	11,9
Analistas externos						
CS First Boston	5,3	4,5	2.440	n.d.	3,0	n.d.
Bear Stearns	5,9	4,6	2.278	n.d.	n.d.	n.d.
J.P. Morgan Chase	5,4	4,3	2.400	n.d.	1,0	n.d.
Goldman Sachs	5,3	4,8	2.500	7,0	1,0	n.d.
Deutsche Bank	5,2	4,4	2.440	6,9	1,0	n.d.
Promedio	5,4	4,5	2.412	6,9	1,5	n.d.

n.d. No disponible.

Fuente: Banco de la República con base en información suministrada por los analistas.

En cuanto a la inflación para 2006 el pronóstico de los analistas locales aumentó 28 pb, para situarse en 4,6%, mientras que el de los extranjeros lo hizo en 20 pb para situarse en 4,5%. Puesto que la inflación anual en octubre de 2006 fue de 4,18%, estos pronósticos parecen confirmar que nadie preveía la disminución que presentó en el mes pasado. Como ocurre desde hace ocho trimestres, todos los analistas confían en el cumplimiento de la meta (entre 4% y 5% para 2006).

Con respecto al tipo de cambio, en promedio, los analistas locales redujeron su pronóstico \$166 (a \$2.368) y los extranjeros lo hicieron en \$12 (a \$2.412). Es decir, los primeros esperan que la divisa se deprecie 3,5% y los segundos 5,3%, en promedio, en comparación con el precio de fin de 2005 (la máxima depreciación esperada es de 8,6 % y la mínima de -0,4%). Se debe señalar que, a diferencia del trimestre anterior y en línea con lo ocurrido en los seis trimestres anteriores, los pronósticos han sido revisados a la baja. Este cambio probablemente ha sido influenciado por la marcada caída en la tasa de cambio observada en el trimestre, que ha corregido en su totalidad el incremento de la divisa en el segundo trimestre. Esto ha ocurrido al tiempo con la disminución en la aversión al riesgo en los mercados mundiales y con la expectativa de la mayoría de que la próxima movida de la Fed sea bajar la tasa de intervención.

Para la DTF los analistas esperan, en promedio, que termine el año en 6,7%. Para el déficit fiscal consolidado esperan que sea del orden de 1,4%, esto es, 20 pb por encima del nivel de hace un trimestre (similar a lo que esperaban hace dos), y un poco por debajo de la proyección del Confis (2% para el sector público consolidado). Por último, el pronóstico de la tasa de desempleo en trece ciudades corrigió al alza en 80 pb, en promedio, para situarse en 11,9%, lo que podría sugerir que los analistas esperan que los recientes incrementos en las mediciones del DANE vayan a mantenerse en el futuro.

II. Proyecciones para 2007

Para 2007 los analistas locales prevén 4,8% de crecimiento y los extranjeros 4,6% (Cuadro A2). Para la inflación, ambos esperan 4,3%, cerca del techo del rango que señaló la JDBR para la definición de la meta de inflación del próximo año (entre 3% y 4,5%). Es posible que gracias al actual dato de inflación y a los recientes incrementos en las tasas del Emisor, la expectativa se reduzca en la próxima medición.

En cuanto al tipo de cambio, esperan, en promedio, una devaluación anual de 4,6% frente a los pronósticos para fin de 2006. De esta manera, a finales de 2007 la tasa representativa del mercado (TRM) se ubicaría en \$2.500, un nivel similar al observado en julio de 2006 y julio de 2002.

Estos pronósticos implican una devaluación acumulada del peso de 9,5% entre 2006 y 2007 frente a los niveles que alcanzó a finales de 2005. En promedio esperan que el 48% de esta

devaluación ocurra en 2006 y el restante 52% en 2007, contrario a hace un trimestre cuando esperaban que el 76% de esta devaluación se diera este año.

CUADRO A2
PROYECCIONES PARA 2007

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC (porcentaje)	Tasa de cambio nominal (fin de)
Analistas locales			
Corredores Asociados	5,0	4,9	2.450
BBVA Ganadero	4,4	3,7	n.d.
Bancolombia-Suvalor	4,5	4,2	2.339
Corficolombiana-Corfivalle	5,0	4,5	2.687
Banco de Bogotá	4,4	4,7	2.420
Fedesarrollo	5,2	4,0	2.500
Promedio	4,8	4,3	2.479
Analistas externos			
CS First Boston	4,8	4,5	2.530
Bear Stearns	5,0	4,0	n.d.
J.P. Morgan Chase	4,5	4,9	2.475
Goldman Sachs	4,0	4,3	2.540
Deutsche Bank	4,6	4,0	2.540
Promedio	4,6	4,3	2.521

n.d. No disponible.

Fuente: Banco de la República con base en información suministrada por los analistas.

DECISIONES
DE POLÍTICA
MONETARIA
EN LOS ÚLTIMOS
TRES MESES

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES

Antecedentes: Informe sobre Inflación de junio de 2006

El cambio más importante en el contexto externo durante el segundo trimestre fue la mayor expectativa sobre ajustes en las tasas de interés de la Fed y de otras economías desarrolladas, lo que incentivó una recomposición de los portafolios a favor de inversiones en moneda extranjera, e implicó grandes movimientos del tipo de cambio en las economías regionales. Estos factores también indujeron aumentos en las tasas de interés de los títulos del Gobierno y en las primas de riesgo-país de la deuda soberana. Estas variaciones fueron particularmente importantes en Colombia. La tasa de cambio alcanzó un nivel de \$2.633 por dólar al cierre de junio, equivalente a una depreciación de 15,4% en lo corrido del año. Los incrementos del tipo de cambio activaron las subastas automáticas de opciones *call* de volatilidad en seis ocasiones, implicando ventas de divisas por US\$944,3 m (Cuadro A).

Aunque era de esperarse que ante la menor liquidez internacional el peso se depreciara, la evaluación del contexto externo no mostraba un deterioro de los factores fundamentales de la economía colombiana que explicara un ajuste mayor al observado en otras economías de la región. Por esta razón, y con base en las proyecciones de la balanza de pagos, en el pronóstico

CUADRO A
OPERACIONES DE COMPRA Y VENTA DE DIVISAS DEL BANCO DE LA REPÚBLICA
(MILLONES DE DÓLARES)

	2005		2006				
		I trim.	II trim.	Jul.	Ago.	Sep.	Acumulado Ene-sep
Compras	4.658,4	1.196,7	0,0	180,0	213,8	0,0	1.590,5
Opciones put	0,0	0,0	0,0	180,0	213,8	0,0	393,8
Para acumulación de reservas internacionales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Para el control de la volatilidad	0,0	0,0	0,0	180,0	213,8	0,0	393,8
Intervención discrecional	4.658,4	1.196,7	0,0	0,0	0,0	0,0	1.196,7
Ventas	3.250,0	1.000,0	944,3	0,0	0,0	0,0	1.944,3
Opciones call	0,0	0,0	944,3	0,0	0,0	0,0	944,3
Para el control de la volatilidad	0,0	0,0	944,3	0,0	0,0	0,0	944,3
Gobierno nacional	3.250,0	1.000,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1.000,0
Compras netas	1.408,4	196,7	(944,3)	180,0	213,8	0,0	(353,8)

Fuente: Banco de la República.

central macroeconómico del *Informe sobre Inflación* de junio se supuso una reversión parcial del tipo cambio con respecto a los niveles observados en esos meses.

La consideración de posibles efectos portafolio negativos, asociados con las desvalorizaciones de los TES y de las acciones, no modificaba, en lo fundamental, las proyecciones de crecimiento de la economía colombiana en 2006. Así lo señalaban los indicadores existentes y las encuestas de expectativas, las cuales mostraban que la confianza de los hogares y las empresas se mantenía en niveles altos. Adicionalmente, la demanda externa y los términos de intercambio continuaban favoreciendo la expansión de las exportaciones y el aumento del ingreso nacional. En este contexto, la economía mantenía su dinámica de crecimiento apoyada en la demanda interna, la cual crecía por encima del 8% anual, en donde se destaca la aceleración del consumo de los hogares y el alto ritmo inversor. La aceleración del dinamismo del crédito, especialmente desde mediados de año, probablemente había ampliado el efecto del estímulo monetario existente sobre la demanda agregada. Dicha expansión estuvo asociada, en parte, con la recomposición de los activos de los bancos en favor de la cartera y en contra de las inversiones, particularmente en TES, ante el mayor riesgo de mercado. Por esa razón, el aumento en los créditos otorgados estuvo acompañado de tasas de interés activas decrecientes (en términos nominales y reales).

En estas circunstancias se mantenían vigentes las razones que se citaban en el *Informe sobre Inflación* de marzo para disminuir el estímulo monetario en forma pausada, y hacerlo compatible con el logro de la estabilidad de precios en el largo plazo. Con base en este análisis, la JDBR aumentó las tasas de interés de intervención de 6,25% a 6,50% en junio, mientras que las mantuvo inalteradas en su reunión de julio, completando así un incremento total de 50 pb en lo corrido del año.

Decisiones de política monetaria en el tercer trimestre de 2006

La información sobre el crecimiento del PIB en el segundo trimestre, publicada por el DANE en septiembre, superó todas las expectativas e incrementó los pronósticos de crecimiento para el año. Los datos mostraban que el dinamismo de la economía continuaba sustentado en una fuerte expansión de la demanda interna, tanto por el consumo de los hogares como por el crecimiento de la inversión.

Adicionalmente, la posibilidad de menores aumentos de las tasas de interés en los Estados Unidos, gracias a la moderación del crecimiento y a la mejora en sus indicadores de inflación, estimularon la revalorización de varios activos locales y la caída en las tasas de cambio y en las tasas de interés de los TES. Para finales de septiembre el tipo de cambio había retrocedido a \$2.394 por dólar, frente a los niveles promedio que alcanzó en junio y julio de \$2.526. La evolución del dólar también estaba relacionada, probablemente, con las noticias sobre aumentos de la inversión extranjera directa (IED) en Colombia. Las anteriores condiciones, junto con el comportamiento favorable de las exportaciones y de los términos de intercambio y la fuerte expansión de la demanda interna, permitían prever que el crecimiento económico se mantendría robusto en lo restante del año y hacia adelante.

En estas circunstancias se podía esperar que continuaran reduciéndose los excesos de capacidad productiva en la economía, aunque la evolución de esta variable estaba sujeta a una alta

incertidumbre. Así por ejemplo, mientras diferentes indicadores (principalmente de la industria) mostraban una importante reducción de los excesos de capacidad, otros indicadores como la inflación de no transables (sin alimentos ni regulados) sugerían que los excesos de capacidad productiva eran mayores y/o que había aumentos significativos en la productividad. En efecto, dadas las altas tasas de inversión en maquinaria y equipo en años recientes, y la posible intensificación de las presiones competitivas, era probable una aceleración en el crecimiento de la productividad en la economía colombiana. Sin embargo, una parte de las mejoras en productividad tienen un carácter transitorio, en la medida en que reflejan variaciones cíclicas de la actividad económica.

De otro lado, durante el trimestre la postura de la política monetaria continuó contribuyendo a la expansión de la actividad económica, puesto que las tasas de interés reales de captación y colocación del sistema financiero se mantenían en niveles bajos frente a sus promedios históricos y frente a sus niveles de largo plazo. Al mismo tiempo, el crédito se dinamizaba en forma importante, y para finales de septiembre la cartera registraba un incremento de 29,9% anual, destacándose el auge del crédito de consumo (47,7%). La dinamización del canal de crédito implicaba que la amplia postura monetaria prevaleciente no sólo incentivaba el crecimiento de la demanda agregada a través de la tasa de interés, sino que este efecto era ampliado por la disponibilidad de crédito en el mercado.

A pesar del dinamismo del crédito, sólo se observaba una transmisión parcial de los ajustes en las tasas de interés de intervención del Banco sobre el resto de tasas de la economía. En particular, mientras que en lo corrido del año (a finales de septiembre) las tasas de intervención del Banco y la TIB habían aumentado alrededor de 100 pb en términos reales, la DTF (a noventa días) había subido 37 pb, y la tasa de colocación promedio calculada por el Banco, 14 pb. Este resultado era en parte explicado por una recomposición del portafolio de las entidades financieras desde TES y otras inversiones hacia cartera de crédito, lo cual les permitió a los intermediarios financieros contar con una fuente importante de recursos de crédito. A ello también contribuyó el incremento, desde el segundo trimestre, de la oferta de depósitos por parte de hogares y firmas al disminuir sus posiciones en acciones y, especialmente, en títulos del Gobierno. Estos ajustes se reflejaron en una aceleración del crecimiento anual de M3 y de los PSE durante el tercer trimestre, aunque desde principios de septiembre comenzó a observarse una importante corrección en esta tendencia.

Durante el tercer trimestre aumentaron las expectativas de inflación, probablemente como resultado del incremento en la inflación al consumidor de 3,9% en junio a 4,6% en septiembre. Este aumento en la inflación se explicaba por factores de oferta que se manifestaron tanto en alimentos como en regulados, y, en menor grado, por el efecto de la depreciación del peso durante el segundo trimestre sobre la inflación de transables. La JDBR consideró la posibilidad de que se presentaran presiones inflacionarias adicionales en los próximos meses y a comienzos de 2007 como resultado del fenómeno de El Niño, aumentos de precios de regulados y posibles cambios en el IVA. Aunque en principio estos factores tienen un efecto transitorio sobre la inflación, la autoridad monetaria debe permanecer vigilante para evitar que se transmitan a mayores expectativas de inflación.

Los precios de las materias primas impulsaron al alza los costos de las empresas durante el tercer trimestre, en parte como resultado del aumento transitorio en el tipo de cambio. Sin

embargo, se reconocía que dichas presiones de costos podrían comenzar a hacerse más evidentes en el futuro, de persistir el dinamismo de la demanda agregada. Las encuestas a empresarios mostraban, en efecto, aumentos esperados en los costos de las materias primas. De otro lado, los costos laborales unitarios no se incrementaron debido a las ganancias en productividad, aunque, como se señaló, una parte de estas ganancias podían ser transitorias.

En síntesis, la evaluación de la macroeconomía mostraba que la economía crecía a tasas mayores a las esperadas, la demanda interna mantenía un fuerte ritmo de expansión, las tasas de interés continuaban bajas en términos reales, y el canal de crédito se había intensificado. El crecimiento de los agregados monetarios se aceleró, y se constataba que los efectos de los incrementos que habían tenido lugar en las tasas de interés de intervención eran aún limitados. Este conjunto de factores, junto al incremento de las expectativas de inflación, y a la posibilidad de que éstas se mantuvieran en niveles altos en los próximos dos o tres trimestres, frente a metas de inflación decrecientes hacia el futuro, sugerían la conveniencia de continuar reduciendo el impulso monetario que recibía la economía, con el fin de consolidar la sana dinámica de crecimiento, al tiempo que la inflación seguía reduciéndose hacia su meta de largo plazo, establecida en el rango de 2% a 4%.

En este contexto, la JDBR incrementó las tasas de intervención en 25 pb en cada reunión de agosto, septiembre y octubre. De esta manera, la tasa de interés de las subastas de expansión se situó en 7% (Cuadro B).

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

Fecha ^{a/}		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
	23 de feb.	5,00	6,00	7,00	10,75
2004	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
2006	2 de may.	n.a.	n.a.	6,25	10,00
	21 de jun.	n.a.	n.a.	6,50	7,50
	22 de ago.	n.a.	n.a.	6,75	7,75
	2 de oct.	n.a.	n.a.	7,00	8,00
	30 de oct.	n.a.	n.a.	7,25	8,25

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

a/ Corresponde al día hábil inmediatamente posterior a la decisión de la JDBR.

Fuente: Banco de la República.