



INFORME SOBRE
INFLACIÓN

SEPTIEMBRE DE 2005

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	13
A. CONTEXTO EXTERNO Y TIPO DE CAMBIO	13
B. COYUNTURA INTERNA	17
C. AGREGADOS MONETARIOS, CRÉDITO Y TASAS DE INTERÉS	25
D. UTILIZACIÓN DEL FACTOR TRABAJO Y MERCADO LABORAL	30
E. INFLACIÓN A SEPTIEMBRE Y SUS DETERMINANTES	33
RECUADRO 1: ¿CÓMO HA AFECTADO LA APRECIACIÓN A LA INDUSTRIA MANUFACTURERA?	40
RECUADRO 2: ¿CÓMO NOS ESTÁ AFECTANDO EL COMERCIO CON CHINA?	44
RECUADRO 3: RELACIÓN ENTRE PRODUCTIVIDAD, SALARIOS E INFLACIÓN	50
II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS	51
A. CONTEXTO EXTERNO Y TIPO DE CAMBIO	51
B. CONTEXTO INTERNO	56
C. PRONÓSTICO DE INFLACIÓN	60
RECUADRO 4: ALGUNAS CARACTERÍSTICAS DE LA EVOLUCIÓN DE LA DEMANDA EN LA ECONOMÍA COLOMBIANA EN LA ÚLTIMA DÉCADA	69
ANEXO. PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS	72
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES	75

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS

I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL

Gráfico 1	Crecimiento trimestral anualizado del PIB Estados Unidos, zona del euro y Japón	14
Gráfico 2	Precios del petróleo y la gasolina Petróleo (WTI) Bolsa de Nueva York	15
	Gasolina regular	15
Gráfico 3	Inflación anual de los Estados Unidos	15
Gráfico 4	Crecimiento anual de la productividad de los Estados Unidos	16
Gráfico 5	Tasa de interés de la Fed	5
Gráfico 6	Tasas de interés de los bonos de los Estados Unidos	16
Gráfico 7	Tasa de cambio nominal, Japón y zona del euro	16
Gráfico 8	Balance comercial de los Estados Unidos	17
Gráfico 9	Prima de riesgo-país, EMBI+ países latinoamericanos	17
Gráfico 10	Tasa de cambio de diferentes monedas latinoamericanas frente al dólar	17
Gráfico 11	Crecimiento anual real del PIB	18
Gráfico 12	Crecimiento anual de la demanda interna real	19
Gráfico 13	Demanda externa neta - Cuentas nacionales	20
Gráfico 14	Exportaciones no tradicionales industriales	20
Gráfico 15	Exportaciones no tradicionales industriales a los Estados Unidos	20
Gráfico 16	Exportaciones tradicionales	21
Gráfico 17	Importaciones De bienes de capital	21
	De bienes de consumo durable	21
Gráfico 18	Crecimiento anual del PIB real de transables	22
Gráfico 19	Crecimiento anual de la producción industrial De bienes intermedios	22
	De bienes de capital	22
Gráfico 20	Crecimiento anual del PIB real de no transables	24
Gráfico 21	Agregados monetarios, tasas de crecimiento anual del promedio mensual	25
Gráfico 22	Cartera bruta (M/L)	25

Gráfico 23	Principales fuentes de recursos del sector privado no financiero, excluida Bavaria	27
Gráfico 24	Cartera de consumo como porcentaje del PIB	27
Gráfico 25	Tasas de intervención y tasa interbancaria	28
Gráfico 26	Tasas de interés nominal	28
Gráfico 27	Tasas de interés reales de TES en el mercado secundario	28
Gráfico 28	Curva de rendimientos TES mercado secundario (SEN)	29
Gráfico 29	Índice general de la Bolsa de Valores de Colombia	29
Gráfico 30	Evolución del precio de la vivienda nueva, Bogotá	30
Gráfico 31	Producto por trabajador urbano	30
Gráfico 32	Producto urbano por hora trabajada	30
Gráfico 33	Salario nominal del comercio al por menor y de los obreros de la industria	32
	Índice de salarios para la construcción pesada	32
Gráfico 34	Costo laboral unitario real por hora trabajada en la industria	32
Gráfico 35	Tasa de desempleo y Nairu	33
Gráfico 36	Tasa de subempleo urbano por insuficiencia de horas	33
Gráfico 37	Inflación anual al consumidor	34
Gráfico 38	IPC de alimentos	34
Gráfico 39	Inflación anual de alimentos primarios y procesados	34
Gráfico 40	Indicadores de inflación básica	35
Gráfico 41	IPC de transables excluidos alimentos	35
Gráfico 42	IPC de no transables, excluidos alimentos	36
Gráfico 43	Descomposición del IPC de no transables	36
Gráfico 44	IPC de servicios públicos	36
Gráfico 45	Brecha del producto	37
Gráfico 46	Utilización de la capacidad instalada	38
Gráfico 47	Expectativas de inflación derivadas de los contratos TES tasa fija y TES tasa variable	39
Cuadro 1	PIB por tipo de gasto	18
Cuadro 2	Crecimiento del PIB real por sectores	24
Cuadro 3	Fuentes de la base monetaria	26

II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

Gráfico 48	Índice de precios de los productos básicos, sin petróleo (WCF)	53
Gráfico 49	Índice líder de actividad económica y crecimiento del PIB	56
Gráfico 50	Crecimiento anual del consumo de los hogares e índices de consumo, de Fedesarrollo	57
Gráfico 51	PIB de no transables	58
Gráfico 52	PIB trimestral	59
Gráfico 53	Distribución de probabilidades del pronóstico de la inflación (<i>Fan Chart</i>)	66
Cuadro 4	Pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales	52
Cuadro 5	Precios internacionales	55
Cuadro 6	Proyección del PIB real por tipo de gasto	58
Cuadro 7	Proyecciones PIB real por sectores	59
Cuadro 8	Pronósticos del modelo central (MMT)	62

SITUACIÓN INFLACIONARIA EN SEPTIEMBRE Y SUS PERSPECTIVAS

- En lo corrido del año hasta septiembre, la inflación al consumidor ha tenido un comportamiento coherente con el cumplimiento de la meta de 2005 definida por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR). En este último mes la variación anual de los precios fue del 5%, el punto medio del rango meta (entre 4,5% y 5,5%). Por su parte, los distintos indicadores de inflación básica se situaron entre 4,0% y 4,6%.
- En el tercer trimestre se presentaron repuntes en los precios de algunos rubros importantes en la canasta familiar. En particular, la variación anual de los precios de los alimentos pasó de 6,1%, en junio, a 6,4% en septiembre. En el mismo período los precios de los servicios públicos y arriendos pasaron de crecer a una tasa anual de 7,9% y 4,0% a 8,8% y 4,3%, respectivamente.
- Sin embargo, estos movimientos en los precios aún parecen ser aislados y puntuales. En efecto, en el caso de la inflación de alimentos, los modelos prevén una disminución para el primer trimestre de 2006. De otro lado, la inflación anual de arriendos llevaba una tendencia creciente de largo plazo que se frenó desde agosto de 2004. Hoy se encuentra ligeramente por debajo de 4,5%. En cuanto a los servicios públicos, el aumento de la inflación anual está asociado principalmente a las tarifas de acueducto. Esto se explica por la base de comparación, debido a las reducciones que tuvieron lugar en julio y agosto de 2004.
- Las condiciones externas se mantuvieron favorables para la economía colombiana: los socios comerciales han crecido a un buen ritmo, los términos de intercambio permanecen en niveles altos y la prima de riesgo-país permanece en niveles bajos.
- En este contexto, en lo corrido del año se ha consolidado un ciclo de expansión de la economía colombiana impulsado por la demanda interna, la cual ha crecido 5,9% en promedio en los últimos 10 trimestres. En el primer semestre de 2005 el producto interno bruto (PIB) creció 4,6% (4,2% en promedio en los últimos 10 trimestres). Se destaca el dinamismo de la inversión que, como proporción del PIB, llegaría a 22% en 2005, la tasa más alta desde 1995 y por encima de su promedio histórico (18%).
- Los principales factores que van a determinar el comportamiento de la inflación en los próximos cuatro a ocho trimestres son: la evolución del tipo de cambio y de la brecha del producto, las expectativas de inflación y la presencia o ausencia de presiones inflacionarias de costos y salarios.

Estas variables están sujetas a un importante grado de incertidumbre, bien sea porque no son observables (como la brecha del producto o las expectativas de inflación), porque disponen de información fragmentaria (como costos y salarios) o porque dependen de una situación externa cambiante y difícil de predecir (como la tasa de cambio). En consecuencia, para la definición de política y la identificación de riesgos, es fundamental tratar de definir el comportamiento futuro de tales variables y considerar escenarios alternativos.

- Para 2006 las perspectivas externas sugieren mejores términos de intercambio que los previstos en informes anteriores. Así mismo, no se prevén reducciones significativas en los flujos de capitales hacia las economías emergentes y hacia América Latina en particular, a pesar del incremento gradual en las tasas de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed). Estas circunstancias se reflejarían en una menor tendencia a la depreciación del tipo de cambio promedio en 2006 frente a lo esperado en informes anteriores.
- Teniendo en cuenta los bajos niveles que han tenido las tasas de interés reales frente a sus promedios históricos, las perspectivas favorables del contexto externo y el dinamismo que se observa en el crecimiento del empleo, la inversión y la productividad, es de esperar que en 2006 la economía colombiana mantenga el ritmo de crecimiento que ha tenido en el último año.
- Aunque persiste una alta incertidumbre asociada con el tamaño actual de la brecha del producto y el ritmo al cual se estaría cerrando, el análisis del equipo técnico del Banco de la República presentado en este Informe considera que hay evidencia de un mayor cierre de la brecha frente a lo estimado en informes anteriores.
- En consecuencia, el principal riesgo sobre la inflación futura provendría de posibles presiones de demanda, aunque hay factores que podrían mitigarlas, tales como el buen ritmo de crecimiento de la productividad y el aumento significativo de la tasa de inversión, especialmente en maquinaria y equipo. Además, con la información disponible no se encuentran evidencias de presiones inflacionarias provenientes del comportamiento de los costos o de los salarios.
- Las expectativas de inflación a un año han mantenido una tendencia decreciente y se sitúan ligeramente por debajo del techo del rango en el cual la JDBR ha anunciado que fijaría la meta de inflación de 2006 (entre 3% y 5%). Sin embargo, a causa de los choques transitorios de oferta (o mayor demanda) de alimentos, han aumentado los riesgos de que se afecten las expectativas de inflación en momentos en los cuales se negocian los salarios y diferentes contratos de precios en la economía. Esto señala la necesidad de que se entienda que los choques negativos que se esperan sobre la inflación para finales del año son transitorios y que en poco tiempo la inflación debe continuar con una tendencia decreciente.
- En efecto, el nuevo pronóstico de corto plazo de la inflación al consumidor, para diciembre de este año, se sitúa en 5,1%, mayor que el esperado en el informe anterior (4,7%). Esto es resultado del aumento en el pronóstico de inflación de alimentos (de 5,4% a 6,8%), aunque también lo es de un incremento en el pronóstico de la inflación de no transables (de 4,5% a 4,8%). Para marzo de 2006 se prevé una reducción de la inflación total a 4,5%, como resultado de una rápida

caída en la inflación de alimentos. Sin embargo, cabe advertir que la incertidumbre asociada a las proyecciones de los alimentos es alta, incluso en períodos cortos.

- Teniendo en cuenta los elementos anteriores, en su reunión del 28 de octubre de 2005, la JDBR decidió mantener inalterada la tasa de interés de los Repos de expansión en 6%.
- Adicionalmente, con base en la evaluación de la situación cambiaria y las proyecciones de la balanza de pagos, la JDBR decidió mantener el esquema de intervención discrecional en el mercado cambiario.

Junta Directiva del Banco de la República



INFORME SOBRE
INFLACIÓN

Elaborado por:
Departamento de Programación e Inflación
Subgerencia de Estudios Económicos

GERENCIA TÉCNICA

Hernando Vargas

Gerente

SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Jorge Hernán Toro

Subgerente

DEPARTAMENTO DE PROGRAMACIÓN E INFLACIÓN

Juan Mauricio Ramírez

Director

SECCIÓN DE INFLACIÓN (*)

Adolfo León Cobo

Jefe

Edgar Caicedo

Luisa Fernanda Charry

Luz Adriana Flórez

Mario Nigrinis

Alejandro Reyes

José Luis Torres

Andrés Mauricio Velasco

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

I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL

La economía colombiana continuó en una fase de expansión al tiempo que la inflación ha tenido un comportamiento coherente con el cumplimiento de la meta de 2005.

Durante el tercer trimestre, la economía mundial continuó expandiéndose a buen ritmo, aunque el aumento en los precios del petróleo en los últimos meses ha incrementado los riesgos de una posible reducción del crecimiento y de un aumento de las presiones inflacionarias hacia el futuro. La coyuntura externa se mantuvo favorable para las economías emergentes. Las economías de América Latina, en particular, siguieron recibiendo el estímulo de una demanda externa creciente y del aumento en los precios de algunos productos básicos. Estos mismos factores, junto con la entrada de capitales externos, mantuvieron las tendencias hacia la apreciación de los tipos de cambio en varios países de la región.

En este contexto, la economía colombiana continuó en una fase de expansión y el ritmo de actividad económica tendió a acelerarse. Los resultados del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) sobre el crecimiento del PIB en el segundo trimestre superaron las expectativas más optimistas. La economía colombiana continuó impulsada por la demanda interna privada, tanto por la formación bruta de capital fijo como por el consumo de los hogares.

De acuerdo con diversos análisis técnicos, la brecha del producto estaría más cerrada de lo que se había estimado en informes anteriores. Sin embargo, también hay evidencia a favor de un crecimiento mayor del PIB potencial o no inflacionario, lo cual sugiere que la brecha aún podría encontrarse en terreno negativo, pese al mayor dinamismo de la economía.

Los resultados de la inflación a septiembre estuvieron dentro de lo esperado en el informe anterior, con la excepción de la inflación de alimentos que fue superior a la pronosticada. De otro lado, los diferentes indicadores de inflación básica no sugieren la existencia de presiones inflacionarias de demanda.

De acuerdo con lo previsto en los informes anteriores, en lo corrido del año la economía mundial continuó su expansión a un ritmo favorable.

A. CONTEXTO EXTERNO Y TIPO DE CAMBIO

De acuerdo con lo previsto en los informes anteriores, en lo corrido del año la economía mundial continuó su expansión a un ritmo favorable, aunque menor que

A pesar de las buenas cifras, la economía mundial enfrenta actualmente un panorama menos despejado que el previsto en meses anteriores.

el observado durante 2004. Al igual que el año anterior, el crecimiento siguió impulsado, en gran medida, por las economías norteamericana y china, aunque Japón y la zona del euro también han tenido una contribución creciente. Sin embargo, el aumento inesperado de los precios del petróleo en el mes de septiembre incrementó los riesgos sobre el crecimiento mundial y la inflación a mediano y largo plazos.

Para la economía de los Estados Unidos, el evento más sobresaliente en los últimos meses estuvo asociado al choque negativo de oferta sufrido como consecuencia de los huracanes que azotaron el sur del país. Antes de estos, la economía norteamericana se expandía a un buen ritmo. El crecimiento para el segundo trimestre fue de 3,3% (trimestral anualizado), un poco menor al observado durante el primer trimestre: 3,8%. La expansión de la economía continuaba apoyada en la demanda interna, la cual, a su vez, se sostenía en los altos precios de la vivienda y en las bajas tasas de interés, principalmente. Aunque las exportaciones también contribuyeron al crecimiento, su aporte seguía siendo menor (Gráfico 1).

Los indicadores más recientes han mostrado una caída en la dinámica de crecimiento, que estaría relacionada con los desastres naturales mencionados. El índice de confianza del consumidor se ubicó en niveles de 86,6 en este último mes (luego de alcanzar 106,2 en junio), la producción industrial creció 2% anual (frente a 3,7% en junio) y el empleo se redujo en 8.000 puestos (frente a un aumento de 146.000 en junio). Aún así, el crecimiento para el tercer trimestre fue de 3,8% (trimestre anualizado), mayor que el esperado, lo cual es atribuible al dinamismo del consumo.

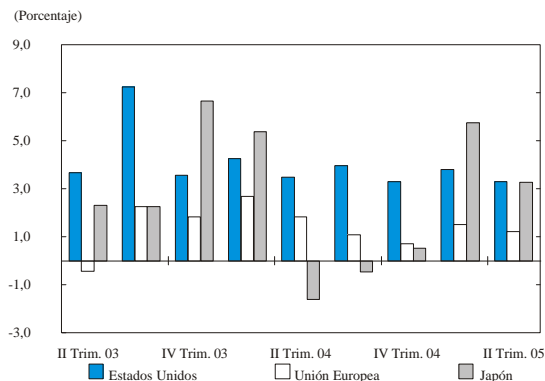
En Japón, la economía parece retomar una senda de crecimiento más sostenible. Para el segundo trimestre el PIB aumentó a una tasa de 3,3% (trimestre anualizado), menor que la observada durante el primer trimestre (5,7%), pero mejor que las

cifras negativas recurrentes observadas en períodos anteriores. Detrás de la nueva fase de recuperación se encontraba la demanda interna y, en particular, la inversión privada. El crecimiento, además, permitía la recuperación del mercado laboral, lo cual le ha otorgado mayor estabilidad al nuevo ciclo (Gráfico 1).

En la zona del euro la dinámica también era favorable, aunque, a diferencia de los Estados Unidos y Japón, el ritmo de expansión era mucho más moderado. El crecimiento para el segundo trimestre fue de 1,2% (trimestral anualizado), levemente menor al observado durante el primer trimestre (1,5%), y estuvo impulsado principalmente por el aumento en la inversión. Aunque las autoridades monetarias mantienen una política monetaria laxa, con tasas de interés bajas para estimular el gasto, el consumo no

GRÁFICO 1

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



Fuente: Datastream.

muestra un fortalecimiento. Al parecer, esto puede responder, parcialmente, al efecto negativo del aumento en los precios de los combustibles sobre el ingreso real de los consumidores (Gráfico 1).

A pesar de las buenas cifras, la economía mundial enfrenta actualmente un panorama menos despejado que el previsto en meses anteriores. El aumento adicional en los precios del petróleo en los últimos meses, como consecuencia de los daños a la infraestructura petrolera durante la temporada de huracanes, ha incrementado los riesgos de una posible reducción del crecimiento y un aumento de las presiones inflacionarias a nivel global. Durante el mes de septiembre el precio del petróleo se ubicó en niveles de US\$70 por barril, su máximo histórico (en términos nominales); y el precio de la gasolina en los Estados Unidos llegó a ubicarse por encima de los US\$3 por galón, con un incremento de 65% en la última semana del mes de agosto. Conviene señalar que en las últimas semanas los precios han tendido a disminuir (Gráfico 2).

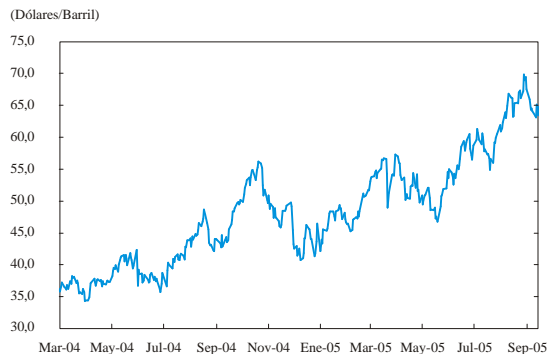
Los efectos de las alzas en el precio del petróleo ya se empezaron a sentir en la inflación de varias economías desarrolladas, especialmente en los Estados Unidos, donde la inflación total al consumidor tuvo un fuerte repunte en los últimos meses (de 2,5%, en junio, a 4,7% en septiembre). Aún así, estas presiones todavía no se han trasladado a la inflación básica, la cual descendió ligeramente, según las últimas cifras reportadas (de 2,1% a 2,0% entre junio y septiembre) (Gráfico 3). De otra parte, los costos laborales se han incrementado, aunque lentamente (2,5% trimestre anualizado, para el segundo trimestre), mientras que la productividad ha seguido creciendo a un ritmo un poco más alto que el del promedio histórico de los últimos 25 años, pero menor que el observado en períodos recientes (Gráfico 4).

Los mayores precios del petróleo y los incrementos en los costos laborales han aportado evidencia a la autoridad monetaria sobre mayores riesgos inflacionarios. Desde julio la Fed mantuvo una política monetaria de incrementos graduales en su tasa de referencia, con aumentos de 25 puntos básicos (pb) en cada mes (septiembre y octubre) hasta llevarlas a

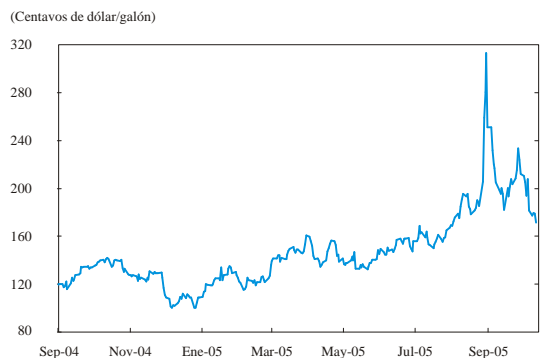
GRÁFICO 2

PRECIOS DEL PETROLÉO Y LA GASOLINA

PETROLÉO (WTI) BOLSA DE NUEVA YORK



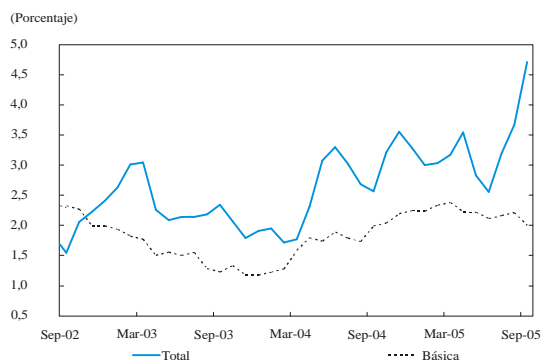
GASOLINA REGULAR



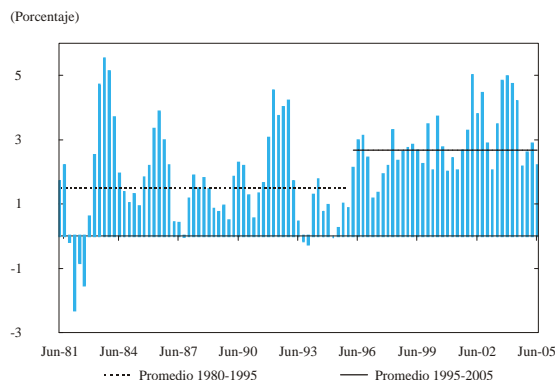
Fuente: Bloomberg y Datastream.

GRÁFICO 3

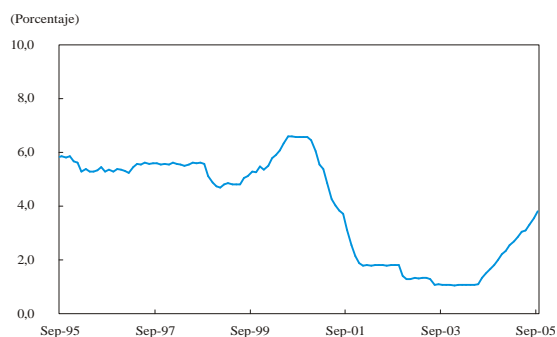
INFLACIÓN ANUAL DE LOS ESTADOS UNIDOS



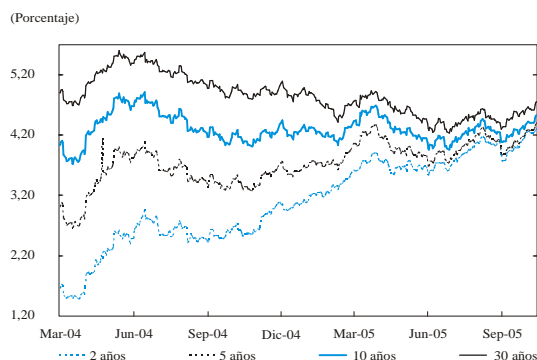
Fuente: Datastream.

GRÁFICO 4**CRECIMIENTO ANUAL DE LA PRODUCTIVIDAD DE LOS ESTADOS UNIDOS**

Fuente: Bureau of Labor Statistics.

GRÁFICO 5**TASA DE INTERÉS DE LA FED**

Fuente: Datastream.

GRÁFICO 6**TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS DE LOS ESTADOS UNIDOS**

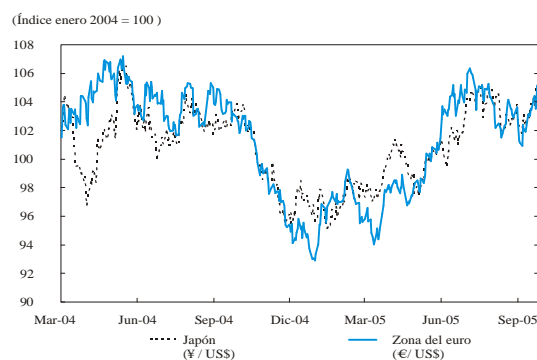
Fuente: Datastream.

3,75% (Gráfico 5). Los mercados habían especulado sobre la posibilidad de que la Fed hiciera una pausa en su política de aumento de tasas como consecuencia del choque negativo sobre la demanda de septiembre pero, al parecer, primaron más las consideraciones sobre eventuales presiones inflacionarias futuras.

La decisión de la Fed y un posible incremento de las expectativas de inflación presionaron al alza las tasas de interés de largo plazo, después de más de un año de reducciones. En los primeros días de septiembre, las tasas de los títulos del tesoro americano aumentaron en 50 pb desde su nivel más bajo y esta tendencia continuó a comienzos de octubre (Gráfico 6).

La fortaleza continua y mayores tasas de interés de la economía norteamericana con respecto a la zona del euro y Japón han seguido impulsando la devaluación del euro y el yen (Gráfico 7). Esta situación no ha facilitado la corrección del déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos. A pesar de ello, el balance comercial en dicho país ha mostrado cierta estabilidad a lo largo del año, en gran parte como resultado del aumento en las exportaciones (Gráfico 8).

La coyuntura de las economías desarrolladas continuó siendo propicia para las economías emergentes. Así, la economía china ha presentado un crecimiento económico más fuerte de lo esperado (el crecimiento para el

GRÁFICO 7**TASA DE CAMBIO NOMINAL, JAPÓN Y ZONA DEL EURO**

Fuente: Datastream.

tercer trimestre fue de 9,4%) y las economías de América Latina siguieron recibiendo el estímulo de una demanda externa creciente y del aumento en los precios de algunos productos básicos, principalmente del petróleo.

El panorama económico para algunos de los principales socios comerciales de Colombia siguió mejorando; de estos el caso más relevante es el de la economía venezolana, cuyo crecimiento en el segundo trimestre fue alto (11,2%) gracias, en gran medida, a los altos precios del petróleo. La excepción en estas tendencias ha sido la economía ecuatoriana, que experimentó un crecimiento mucho menor al esperado. Su crecimiento en el segundo trimestre fue bajo (2,9%), lo que se atribuye a la interrupción de la producción petrolera (por paro) y a un aumento reciente en la incertidumbre política.

La fuerte dinámica de crecimiento que viven los países latinoamericanos, el avance en reformas estructurales y la reducción o el cambio en la composición de la deuda pública en varios de ellos mantuvo el atractivo de estas economías ante los capitales externos. Esta situación siguió impulsando la demanda por deuda de las economías de la región, de manera que permitió caídas adicionales de las prima de riesgo país, por lo menos hasta mediados de septiembre (Gráfico 9). Así mismo, la entrada de capitales y el incremento en los ingresos por exportaciones mantuvieron las tendencias hacia la apreciación de los tipos de cambio en varios países (Gráfico 10).

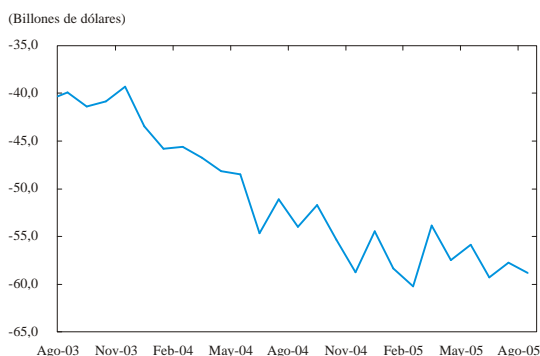
B. COYUNTURA INTERNA

1. El crecimiento en el primer semestre

Las cifras oficiales más recientes sobre el crecimiento económico muestran que la economía colombiana continuó en una fase de expansión en el segundo trimestre de 2005 y que el ritmo de actividad económica tendió a acelerarse. Así lo señala el crecimiento anual de 5,3%, medido por el DANE, para ese período, el cual resultó significativamente superior al reportado para el trimestre inmediatamente anterior (3,9%) (Gráfico 11).

GRÁFICO 8

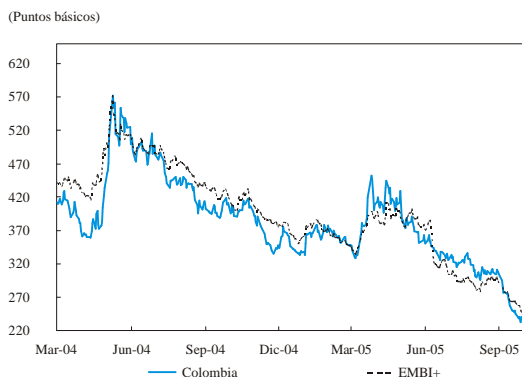
BALANCE COMERCIAL DE LOS ESTADOS UNIDOS



Fuente: Departamento de Comercio de los Estados Unidos.

GRÁFICO 9

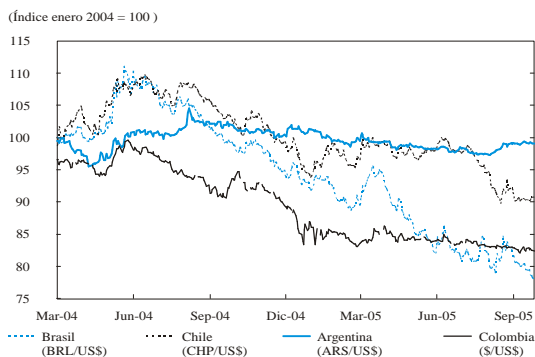
PRIMA DE RIESGO-PAÍS EMBI+ PAÍSES LATINOAMERICANOS



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 10

TASA DE CAMBIO DE DIFERENTES MONEDAS LATINOAMERICANAS FRENTE AL DÓLAR



Fuente: Datastream.

La economía colombiana continuó en una fase de expansión en el segundo trimestre de 2005 y el ritmo de actividad económica tendió a acelerarse.

Parte de la aceleración del crecimiento se puede atribuir a un mayor número de días hábiles en abril de este año frente a 2004 (por el traslado de Semana Santa a marzo). Sin embargo, incluso cuando se descuenta este factor, se observa un aumento importante en el ritmo de expansión que se extendió a la mayoría de sectores productivos y a buena parte de los componentes del gasto.

Conviene señalar que, desde enero de este año, el DANE ha revisado las cifras de crecimiento histórico hacia arriba en varias oportunidades. En la última de ellas se destaca un aumento del crecimiento para el primer trimestre de 2005 de 3,6% a 3,9%, y para 2003 de 4,0% a 4,3%.

Aunque los pronósticos del Banco de la República y de muchos analistas anticipaban una aceleración de la economía en el segundo trimestre de 2005, la medición del

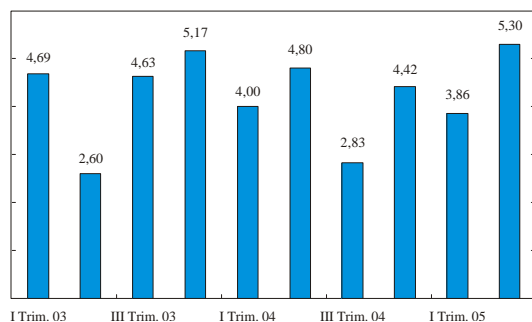
DANE superó las expectativas más optimistas. En el caso de los pronósticos del Banco, el grueso del error en cuanto a la oferta se explica por la subestimación del PIB de servicios sociales, personales y comunales, y del PIB de comercio. En cuanto al gasto, el error de pronóstico se concentra en la subestimación del consumo, tanto de las administraciones públicas como de los hogares.

Las últimas cifras del DANE ratificaron las tendencias de crecimiento identificadas en el informe anterior: al segundo trimestre, la economía colombiana continuó impulsada por la demanda interna privada, tanto por la formación bruta de capital fijo (sin obras civiles) como por el consumo de los hogares (Cuadro 1). En esta oportunidad, a diferencia de los trimestres anteriores, también jugó un papel importante el aumento en el consumo público.

GRÁFICO 11

CRECIMIENTO ANUAL REAL DEL PIB

(Porcentaje)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

CUADRO 1

PIB POR TIPO DE GASTO

	2004	I Trim. 2005	II Trim. 2005		I Sem. 2005	
			Crecimiento porcentual	Contribución al crecimiento	Crecimiento porcentual	Contribución al crecimiento
Consumo final	3,9	3,6	6,0	4,9	4,8	4,0
Hogares	4,1	3,7	5,3	3,3	4,5	2,8
Gobierno	3,3	3,4	8,0	1,6	5,7	1,2
Formación bruta de capital	12,6	16,0	24,7	4,5	20,4	3,7
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	13,3	17,5	22,0	3,6	19,8	3,2
FBCF sin obras civiles	22,5	12,8	25,3	3,4	19,0	2,6
Obras civiles	(19,1)	46,9	5,4	0,1	24,0	0,6
Demanda interna	5,4	5,8	9,4	9,4	7,6	7,7
Exportaciones totales	9,9	13,0	7,8	1,5	10,3	1,9
Importaciones totales	17,3	22,7	28,5	5,6	25,7	5,0
Producto interno bruto	4,0	3,9	5,3	5,3	4,6	4,6

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

Además de mostrar un crecimiento de 5,3% para el consumo de los hogares en el segundo trimestre, el DANE corrigió hacia el alza el dato del primer trimestre, de 3,2% a 3,7%. Desde hace varios meses se esperaba un despegue en este rubro, dadas las amplias condiciones de liquidez internas reflejadas en tasas de interés reales por debajo de sus promedios históricos, las mejores condiciones de empleo y el aumento permanente de los indicadores de confianza de los consumidores, entre otros factores positivos.

La buena dinámica del consumo de los hogares en el segundo trimestre se observó en todos los rubros, pero especialmente en los de consumo de servicios y de bienes no durables. Lo anterior contrasta con lo observado durante 2004 y el primer trimestre de 2005, cuando los rubros de consumo de los hogares que más contribuían al crecimiento eran los de bienes durables y semidurables.

De otro lado, el consumo real de las administraciones públicas creció 8,0% en el segundo trimestre, el mayor registro para este renglón desde el cuarto trimestre de 1999. Según el DANE, la expansión tuvo lugar especialmente en el consumo de los gobiernos locales y regionales (y, en menor medida, en el consumo del Gobierno central), los cuales habrían efectuado erogaciones nominales superiores en 19% a las del segundo trimestre de 2004. Esto obedecería a una corrección al alza, debido a los bajos niveles de 2004 y a la disponibilidad de recursos con que cuentan las administraciones regionales.

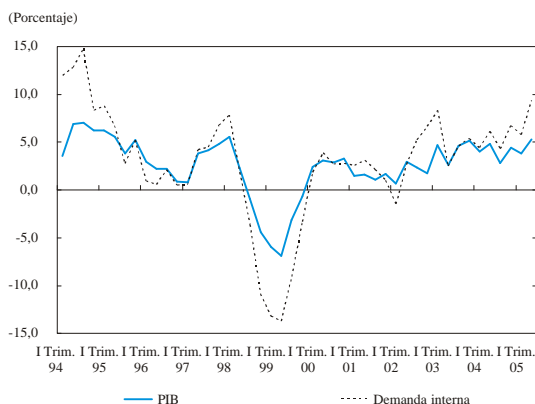
Por su parte, la inversión mantuvo un comportamiento vigoroso al segundo trimestre. El crecimiento anual de la formación bruta de capital fijo (FBCF) fue de 22,0%, de manera que completó ocho trimestres consecutivos con tasas de expansión de dos dígitos y tendencia hacia la aceleración. Se destaca el crecimiento de la inversión en maquinaria y equipo (49,5%), y en equipo de transporte (29,7%), cuyo desempeño es la contrapartida del alto crecimiento de las importaciones de bienes de capital (63% anual en dólares para el segundo trimestre). La FBCF en construcción y edificaciones creció 8,4%, y se recuperó así de la caída sufrida en el primer trimestre (-2,3%); mientras que la FBCF en obras civiles creció 5,4%, muy por debajo de lo esperado, si se tiene en cuenta la fuerte recuperación experimentada en el primer trimestre del presente año y su nivel todavía muy bajo por la contracción presentada el año anterior.

En resumen, la demanda interna continuó más dinámica que el PIB (Gráfico 12) y ello se hizo particularmente evidente con las cifras del segundo trimestre, cuando alcanzó una tasa de crecimiento anual de 9,4%, tasa que no se observaba desde mediados de 1994. Al descomponer de manera aproximada la demanda según su origen, se obtiene que el componente privado (consumo de los hogares y

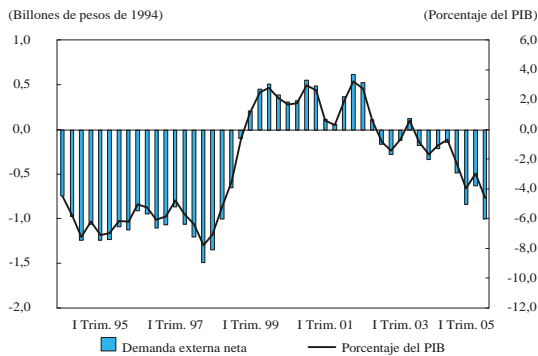
La economía colombiana continuó impulsada por la demanda interna privada, tanto por la formación bruta de capital fijo como por el consumo de los hogares

GRÁFICO 12

CRECIMIENTO ANUAL DE LA DEMANDA INTERNA REAL



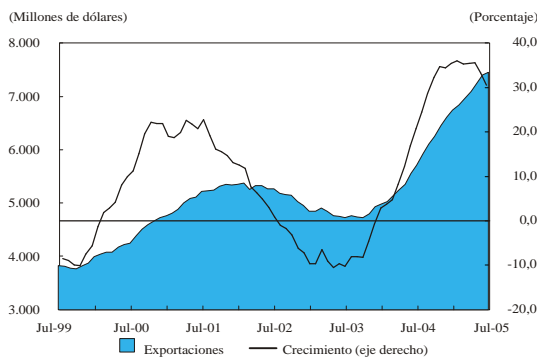
Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 13**DEMANDA EXTERNA NETA - CUENTAS NACIONALES**

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

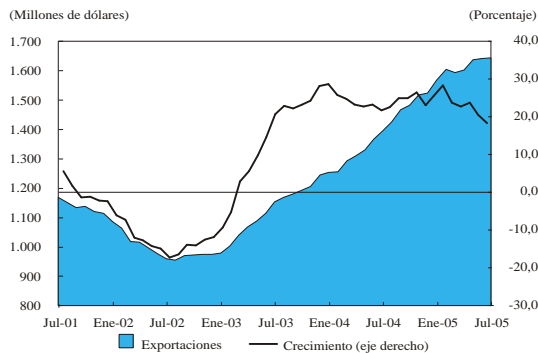
FBCF sin obras civiles) creció a una tasa anual de 9,9%, mientras que el público (consumo de administraciones públicas y FBCF de obras civiles) lo hizo en 7,7%.

Simultáneamente con la aceleración de la demanda interna, en el segundo trimestre la demanda externa neta (exportaciones menos importaciones en pesos constantes) se mantuvo en terreno negativo y en una proporción creciente (Gráfico 13). Lo anterior tuvo lugar con una expansión importante de las exportaciones, las cuales crecieron 7,8% (en pesos constantes). Esta dinámica, sin embargo, no compensó el notable aumento de las importaciones, las cuales se aceleraron en términos reales frente al primer trimestre del año (de 22,7% a 28,5%).

GRÁFICO 14**EXPORTACIONES NO TRADICIONALES INDUSTRIALES (ACUMULADO 12 MESES)**

Fuente: Datastream.

La información a julio de 2005 muestra que la expansión de la demanda externa, en particular a Venezuela y a otros destinos en la región, continuó promoviendo las exportaciones no tradicionales (Gráfico 14). Aún así, otros mercados como el de los Estados Unidos y Ecuador parecen haberse estancado para los productos industriales colombianos (Gráfico 15) y esto podría obedecer a una mayor competencia internacional. Dicha competencia estaría afectando principalmente a sectores como los de textiles y confecciones, cuero y sustancias químicas (insumos industriales y agropecuarios), los cuales reportaban un freno en su actividad exportadora en el año corrido hasta julio. En otras ramas en condiciones similares, como tabaco, derivados de petróleo, vidrio, y productos de barro loza y porcelana, el diagnóstico es menos claro.

GRÁFICO 15**EXPORTACIONES NO TRADICIONALES INDUSTRIALES A LOS ESTADOS UNIDOS (ACUMULADO 12 MESES)**

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

Pese a lo anterior, a julio las exportaciones industriales en conjunto mostraban un buen desempeño. Por sectores sobresalían las exportaciones de equipo y material de transporte, productos de hierro y acero, productos plásticos, productos de metales no ferrosos y muebles y accesorios, entre otros.

Para las exportaciones tradicionales (Gráfico 16), los precios relativamente altos continúan como el factor fundamental que explica su auge en lo corrido del año hasta julio. Este es el caso del petróleo, sector para el cual la producción en volumen se mantiene

estancada pero no así su valor, dados los altos precios actuales. Los aumentos en volumen han sido particularmente importantes en el caso del café y del carbón, aunque para este último se registró una caída en el mes de julio.

De otro lado, con cifras a agosto, las importaciones continuaron creciendo a una tasa anual cercana al 28% (para el acumulado de 12 meses). En general, el comportamiento ha sido dinámico para todos los tipos de bienes y para diversos destinos. Por tipo de producto, sobresalen las importaciones de bienes de capital con 39% de crecimiento anual, en particular las dirigidas a la construcción (45%) y a la industria (39%). Otro rubro dinámico ha sido el de bienes de consumo duradero, cuyas importaciones crecieron al 32,8% en el acumulado de doce meses a agosto (Gráfico 17).

Dos factores están detrás del auge de las importaciones: el alto crecimiento de la demanda interna, particularmente de la inversión (en maquinaria industrial y equipo de transporte) y del consumo de hogares, y la apreciación del tipo de cambio. Sin duda alguna, parte de las mayores compras externas obedece al abaratamiento de materias primas y bienes de consumo durable ocasionado por la caída del tipo de cambio¹.

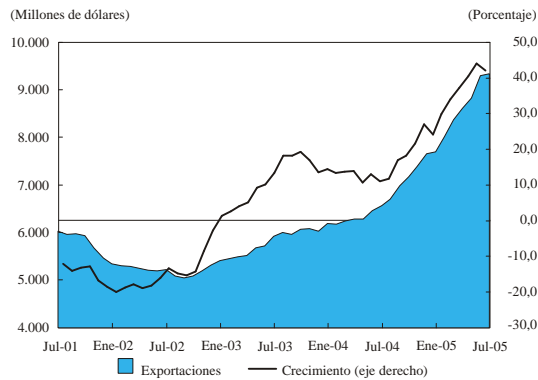
2. Crecimiento de los sectores transables

El PIB de los sectores transables (sectores agropecuario, industrial y minero, entre otros) ha tendido a desacelerarse en los últimos trimestres, con un ritmo de crecimiento muy por debajo del promedio de la economía. En particular, en el segundo trimestre, el crecimiento anual para este agregado se estima en 2,5%, menor que el del primer trimestre del año (3,1%) y que el de todo 2004 (3,3%) (Gráfico 18).

¹ En un trabajo reciente para Colombia se encuentra que la relación entre las elasticidades de las importaciones totales al PIB y el tipo de cambio real es de 3,7 a 1. Es decir, las importaciones responden en mayor grado al aumento de la actividad económica, y en menor grado a los movimientos de la tasa de cambio real. Véase Hernández, Juan Nicolás (2005). Mimeo, Banco de la República.

GRÁFICO 16

EXPORTACIONES TRADICIONALES (ACUMULADO 12 MESES)

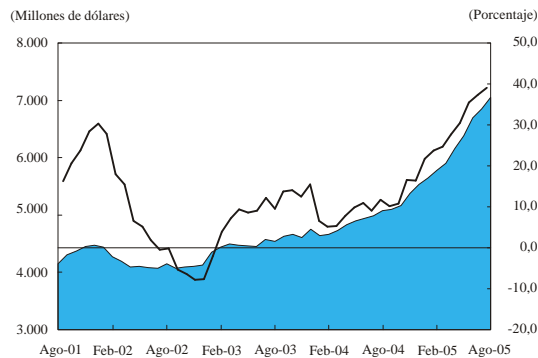


Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

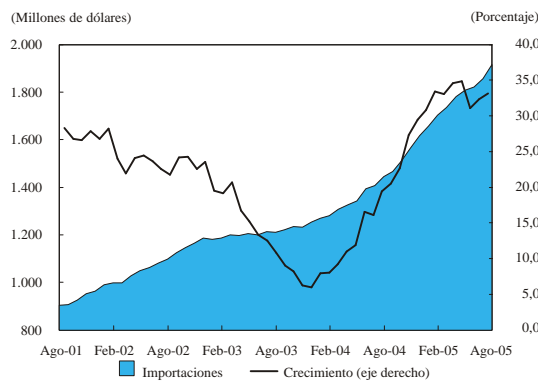
GRÁFICO 17

IMPORTACIONES (ACUMULADO 12 MESES)

DE BIENES DE CAPITAL



DE BIENES DE CONSUMO DURABLE

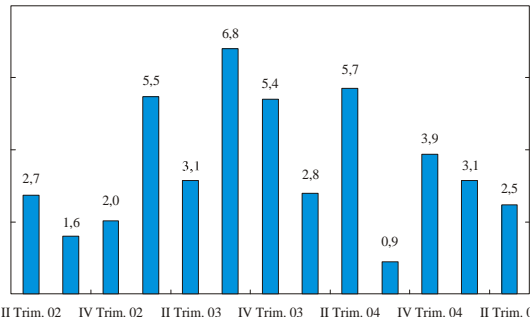


Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 18

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB REAL DE TRANSABLES

(Porcentaje)



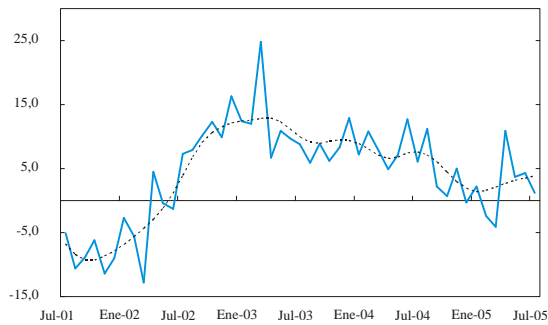
Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 19

CRECIMIENTO ANUAL DE LA PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (*)

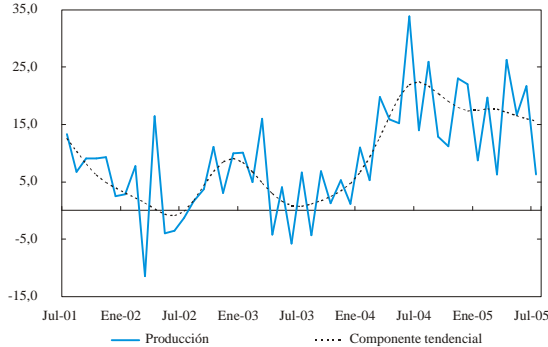
DE BIENES INTERMEDIOS

(Porcentaje)



DE BIENES DE CAPITAL

(Porcentaje)



(*) Alimentos, bebidas, tabaco, confecciones, calzado, imprentas, petróleo, otros químicos, vidrio, maquinaria eléctrica y muebles.
Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

Desde hace algún tiempo, la dinámica de los sectores transables ha estado influenciada fuertemente por el comportamiento de la industria manufacturera. Este sector perdió dinamismo de una forma importante en la primera mitad del año, según las cifras oficiales publicadas por el DANE. Su crecimiento pasó de 4,7%, en 2004, a sólo 1,9% en el primer semestre de 2005². Los otros dos sectores –agropecuario y minería– han tenido un mejor comportamiento en el presente año que en 2004. En particular, el sector agropecuario se ha visto beneficiado por el buen año cafetero que termina en septiembre, mientras la minería ha crecido impulsada por la producción de carbón.

De otro lado, aunque el crecimiento de la industria en el segundo trimestre fue importante (4,7%), este resultado podría explicarse, en buena medida, por el mayor número de días hábiles (tres más) que tuvo dicho período respecto a igual trimestre del año anterior, como consecuencia del cambio en el calendario de la Semana Santa. El dato positivo del segundo trimestre compensa el fenómeno opuesto que se presentó en el primer trimestre del año y que ya había sido anticipado en informes anteriores.

En general, cuando se observa el componente de tendencia de la producción, el comportamiento de la industria ha sido regular desde mediados de 2004. Además, cuando se analiza por subsectores, el comportamiento es muy heterogéneo.

Una evaluación sobre el crecimiento de la industria, realizada con información de producción, generación de empleo, exportaciones e importaciones mostraba que, al finalizar el segundo trimestre, 11 de los 27 sectores –productores de bienes intermedios y bienes de capital en su mayoría– crecían firmemente, impulsados tanto por las ventas internas como por las externas (Gráfico 19). Varias de estas ramas son productoras de materias primas para la construcción o de bienes finales relacionados con esta actividad (muebles y accesorios, productos de barro, loza y porcelana, minerales no me-

² La tendencia de crecimiento industrial reportada por el DANE para 2005 contrasta fuertemente con la reportada por la Asociación Nacional de Industriales (ANDI). De acuerdo con esta entidad, la industria ha crecido en lo corrido del año (a agosto) a una tasa anual una poco mayor al 7%, y no muestra una tendencia marcada de desaceleración.

tálicos, hierro y acero), lo que sugiere que parte del impulso que recibe en la actualidad la industria se origina en la demanda de construcción, vivienda y edificaciones.

La misma evaluación encontró que había 10 sectores con un desempeño mediocre, que implicaba incluso caídas recientes en la producción en varios de los casos. Los sectores en problemas producen, en general, bienes de consumo final, tales como alimentos sin bebidas, productos de tabaco, prendas de vestir, productos de cuero, calzado y partes, y productos de madera. También hay algunos productores de materias primas, como sustancias químicas (insumos agropecuarios e industriales) y otros productos químicos (generalmente de consumo de los hogares).

En algunos casos la pérdida de dinamismo de estos sectores estaría asociada al incremento en las exportaciones de China que podrían haber empezado a desplazar ciertos productos, tanto en el mercado local como en algunos mercados externos (Recuadro 1). Este sería el caso de textiles, prendas de vestir, y productos de cuero y calzado, los cuales representan, en conjunto, el 9,2% de la producción industrial total en la muestra del DANE³.

Además del anterior factor estaría el posible efecto negativo de la apreciación real del tipo de cambio sobre la dinámica productiva de varias actividades industriales. A este respecto, el Recuadro 2 muestra los resultados de una encuesta reciente, contratada por el Banco de la República y efectuada por Fedesarrollo, en la cual un 51% de las empresas industriales manifestó haber sido afectada negativamente por la apreciación del tipo de cambio observada desde finales de 2003, mientras que el 28% considera que el efecto neto ha sido positivo y el 22% lo califica de neutral. Por sectores, los más afectados para la apreciación serían los de bienes intermedios y de capital. Sorprendentemente, las industrias de bienes de consumo parecen ser menos vulnerables.

Finalmente, también puede haber algunos problemas en la medición de la actividad industrial. De acuerdo con ejercicios estadísticos realizados por el DANE (Boletín sobre la muestra mensual manufacturera de agosto de 2005), el valor estimado de la producción industrial es muy sensible a la utilización de diferentes índices de precios, y, en particular, a la inclusión o exclusión del índice de precios del productor (IPP) de exportados como deflactor de la producción industrial dirigida a los mercados externos (en la metodología actual toda la actividad industrial es deflactada por el IPP de producidos y consumidos domésticamente).

3. Crecimiento de sectores no transables

La mayor parte de la aceleración de la economía en el segundo trimestre y en el agregado del primer semestre de 2005 provino de los sectores no transables:

³ Para una explicación más detallada, véase Alonso, G.; Ramírez, J. M. (2005), Mimeo, Banco de la República.

El 51% de las empresas industriales manifiesta haber sido afectada negativamente por la apreciación del tipo de cambio .

La mayor parte de la aceleración de la economía en el segundo trimestre y en el agregado del primer semestre de 2005 provino de los sectores no transables.

electricidad, gas y agua; construcción; comercio, restaurantes y hoteles; transporte y comunicación; establecimientos financieros y servicios inmobiliarios; y servicios comunales sociales y personales (Gráfico 20). Sobresalen, por su contribución al crecimiento, la actividad de comercio y de los servicios del Gobierno

(Cuadro 2). Entre ellos dos explican cerca del 43% del crecimiento del segundo trimestre (sin contabilizar el pago de impuestos indirectos que se generan y que se suman al PIB).

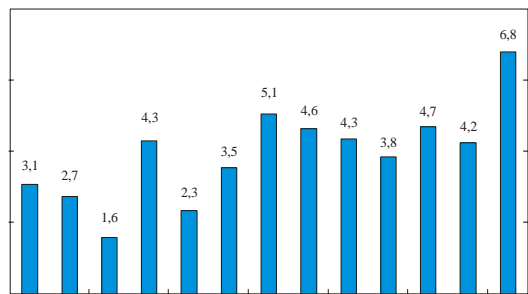
El crecimiento real del sector comercio (10,2% en el segundo trimestre) ha sido el más alto reportado desde 1994. Algo similar sucedió con el PIB de los servicios del Gobierno, cuyo crecimiento de 8,0% no se observaba desde finales de 1999.

Otra rama clave es la construcción, especialmente el segmento privado (vivienda y edificaciones), el cual se recuperó de la caída sufrida en el primer trimestre (-2,4%) y creció a una tasa real cercana al 9,0% en el segundo trimestre del año. Esta dinámica de la construcción privada fue contrarrestada por las obras

GRÁFICO 20

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB REAL DE NO TRANSABLES

(Porcentaje)



II Trim. 02 IV Trim. 02 II Trim. 03 IV Trim. 03 II Trim. 04 IV Trim. 04 II Trim. 05

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

CUADRO 2

CRECIMIENTO DEL PIB REAL POR SECTORES (PORCENTAJE)

	2004	I Trim. 2005	II Trim. 2005		I Sem. 2005	
			Crecimiento anual	Contribución al crecimiento	Crecimiento anual	Contribución al crecimiento
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,5	3,2	2,8	0,4	3,0	0,4
Explotación de minas y canteras	2,2	5,0	1,7	0,1	3,3	0,2
Electricidad, gas y agua	2,5	0,8	4,2	0,1	2,5	0,1
Industria manufacturera	4,7	(0,9)	4,7	0,7	1,9	0,3
Construcción	9,7	10,7	7,8	0,4	9,2	0,5
Edificaciones	30,4	(2,4)	8,9	0,3	3,0	0,1
Obras civiles	(19,3)	47,6	5,4	0,1	24,2	0,4
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,9	7,7	10,2	1,1	9,0	1,0
Transporte, almacenamiento y comunicación	5,0	3,5	5,6	0,5	4,5	0,4
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	4,3	(2,5)	9,8	1,6	3,4	0,6
Servicios sociales, comunales y personales	2,7	2,8	6,3	1,2	4,5	0,9
Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente	12,1	(13,7)	51,6	1,7	11,4	0,5
Subtotal valor agregado	3,8	3,3	4,7	4,4	4,0	3,8
Impuestos menos subsidios	7,1	12,0	12,9	0,9	12,5	0,9
Producto interno bruto	4,0	3,9	5,3	5,3	4,6	4,6

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

civiles, las cuales tuvieron una dinámica inferior a la esperada y crecieron a una tasa de 5,4%.

Finalmente, una desagregación del crecimiento de los sectores no transables entre público y privado (en donde los componentes del primero son los servicios del Gobierno y la construcción de obras civiles, y los del privado los otros sectores no transables) muestra que el crecimiento de este agregado fue balanceado en el segundo trimestre: el componente público creció 6,7% y el privado 6,8%.

C. AGREGADOS MONETARIOS, CRÉDITO Y TASAS DE INTERÉS

1. Agregados monetarios

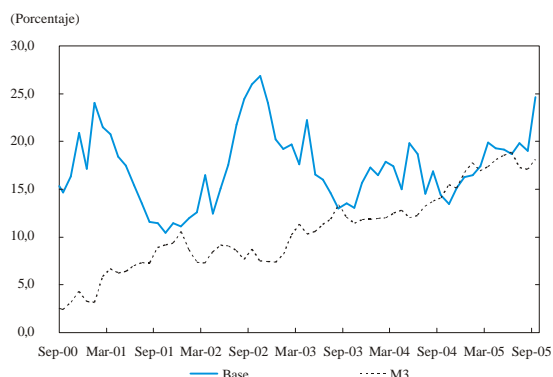
En los últimos meses, los agregados monetarios continuaron mostrando tasas de crecimiento anual de dos dígitos, aunque con tendencias mixtas que se reflejaron en una expansión mayor de la liquidez primaria que aquella de los agregados más amplios (Gráfico 21).

Así, a septiembre, la base monetaria creció a una tasa anual de 24,7%, acelerándose frente al ritmo exhibido en junio (18,7%). Gran parte del repunte se presentó en el último mes y estuvo concentrado en la reserva bancaria más que en el efectivo. Por el contrario, el agregado monetario más amplio (M3) redujo ligeramente su ritmo de crecimiento de 18,9% en junio a 18,1% en septiembre. Ello obedeció a un menor crecimiento del M3 público. Dentro de M3 continuó la recomposición de los pasivos sujetos a encaje (PSE) a favor de las cuentas de ahorro y en contra de los CDT, tal y como sucede desde mediados de 2003 (Gráfico 22).

Como se señaló en el informe anterior, las tendencias que han mostrado los indicadores monetarios parecen guardar relación con el cambio en los portafolios de los agentes a favor de activos domésticos. Además de unas condiciones externas favorables que han generado expectativas de apreciación, dichas tendencias también han sido estimuladas por una inflación baja y en línea con la meta de la JDBR, por aumentos en los precios de los activos y por un crecimiento importante del gasto doméstico que se ha acelerado paulatinamente. Todas estas condiciones y la reducción en las tasas de interés internas, han aumentado, probablemente, la demanda por saldos monetarios reales.

GRÁFICO 21

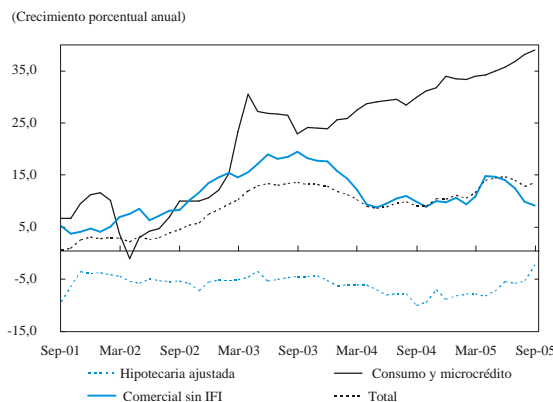
AGREGADOS MONETARIOS, TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL



Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 22

CARTERA BRUTA (M/L)



Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos del Banco de la República.

Por tipo de crédito se destaca el comportamiento de la cartera de consumo y microcrédito, cuyo ritmo de expansión anual continuó alto (38,5%) y con tendencia a acelerarse.

Para lo corrido del año a septiembre, la mayor demanda de dinero ha sido atendida por el Banco de la República mediante la compra discrecional de divisas (\$8,2 billones (b)) y la compra definitiva de TES (\$3,5 b). Dichos saldos han sido más que compensados por la venta de divisas al Gobierno (\$4,5 b), por los depósitos del Gobierno en el Emisor (\$6,2 b) y por la venta de TES (\$2 b). Gracias a estas operaciones, la base monetaria en septiembre era inferior en cerca de \$1,7 b de pesos a la observada en diciembre del año pasado (Cuadro 3), aunque superior a la de septiembre del mismo año, como se anotó previamente.

En junio la JDBR acordó un nuevo esquema de suministro de liquidez primaria, cuya característica fundamental es que la Tesorería General de la Nación y el Ministerio de Hacienda se comprometen a consignar los recursos del Gobierno en el Banco de la República, y es el banco emisor el único encargado de otorgar liquidez a la economía mediante sus operaciones de expansión y contracción monetaria. De esta forma, se buscaba acentuar la concordancia entre los crecimientos

CUADRO 3

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

Descripción	Variación anual		Año corrido	
	2003	2004	Sep-04	Sep-05
I. Gobierno	914	(236)	(2.496)	(6.232)
Traslado utilidades ^{1/}	830	803	803	0
Pesos	830	803	803	0
Dólares		0	0	0
Depósitos en el Banco de la República	83	(1.039)	(3.299)	(6.232)
II. TES Regulación	568	(2.524)	(1.661)	1.236
Compras definitivas	893	1.023	635	3.533
Ventas definitivas		(2.972)	(1.773)	(2.000)
Vencimiento	(325)	(575)	(522)	(298)
III. Repos	1.492	(1.058)	(1.355)	(689)
Expansión ^{2/}	1.386	(1.086)	(1.321)	(689)
Contracción	106	28	(34)	0
IV. Divisas	(703)	6.194	3.136	3.688
Opciones de acumulación	(703)	4.183	3.758	0
Intervención discrecional	0	3.264	4	8.230
Venta de divisas al gobierno	0	(1.252)	(626)	(4.543)
V. Otros ^{3/}	239	272	160	315
Variación total de la base	2.510	2.647	(2.216)	(1.683)
Saldo de la base	16.615	19.262	14.399	17.579

^{1/} En el año 2003, de los \$1.483 mm que se le trasladaron al Gobierno por utilidades, \$651 mm (US\$220 m) se realizaron en divisas, por lo que no tiene efecto expansionista. Del mismo modo, en 2005 la totalidad de utilidades entregadas al Gobierno \$454 mm (US\$195.9 m) fueron en dólares.

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

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

Fuente: Banco de la República.

de los agregados monetarios, el crecimiento esperado del PIB y el esquema de inflación objetivo. Finalmente, en la reunión del 19 de agosto pasado, la Junta definió que la liquidez requerida por la economía para fin de año se hará consistente con la intervención cambiaria discrecional⁴.

2. Crédito

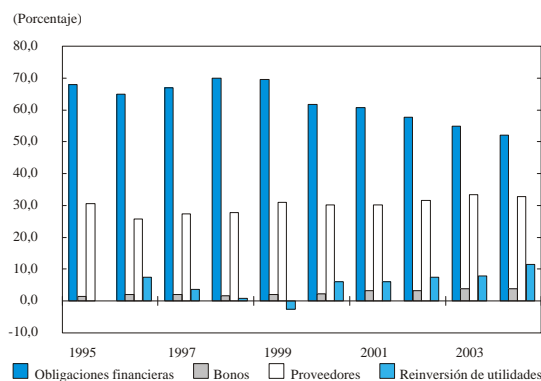
En línea con el comportamiento del ahorro financiero (M3), la cartera bruta nominal en pesos, en septiembre, creció anualmente 13,2%, una tasa menor que en junio pasado (14,3%). Por tipo de crédito se destaca el comportamiento de la cartera de consumo y microcrédito, cuyo ritmo de expansión anual continuó alto (38,5%) y con tendencia a acelerarse. La cartera comercial, por su parte, crecía en septiembre a una tasa de 8,8%, muy similar a la registrada el trimestre anterior, mientras que la cartera hipotecaria se contraía en términos anuales (-2,7%), aunque a un ritmo mucho menor que a comienzos de año (Gráfico 22). De otra parte, en septiembre, la cartera en moneda extranjera creció 33,6% a un ritmo menor que en agosto (38,2%) y junio pasado (33,8%).

Como se ha venido señalando en informes anteriores, el crecimiento relativamente bajo de la cartera comercial podría obedecer a que las firmas están buscando fuentes de financiación alternativas al crédito bancario. Aunque este último continúa como la principal fuente de financiación de las empresas, en los últimos trimestres se ha dado una recomposición de los pasivos de las empresas a favor de otras fuentes, como crédito de proveedores, colocación de bonos y papeles en el mercado bursátil. También hay evidencia que sugiere una mayor reinversión de utilidades (Gráfico 23).

A pesar de la recuperación del crédito, los indicadores de profundidad financiera solo han repuntado ligeramente en el último año y se mantienen lejos de los altos niveles de la segunda mitad de los noventa (Gráfico 24). Esta conclusión se aplica incluso para la cartera de consumo que, como ya vimos, crece muy rápidamente. Dado lo anterior, podría pensarse que todavía existe un espacio amplio para que el

GRÁFICO 23

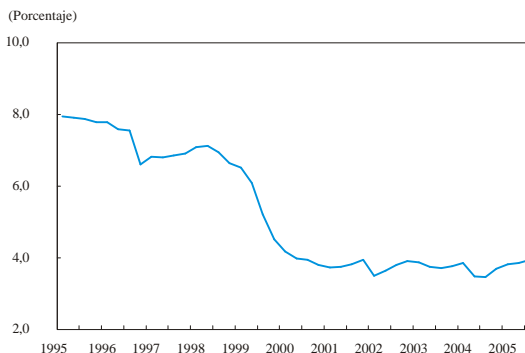
PRINCIPALES FUENTES DE RECURSOS DEL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO, EXCLUIDA BAVARIA



Fuente: Superintendencia de Sociedades. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 24

CARTERA DE CONSUMO COMO PORCENTAJE DEL PIB

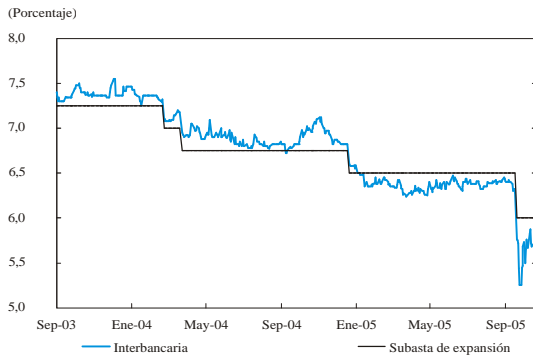


Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos del Banco de la República.

⁴ En su reunión del 29 de octubre, la JDBR reiteró esta posición.

GRÁFICO 25

TASAS DE INTERVENCIÓN Y TASA INTERBANCARIA (*)



(*) Información a 20 de octubre de 2005.
Fuente: Superintendencia Bancaria y Banco de la República.

crédito siga recuperándose y continúe apalancando el crecimiento económico.

3. Tasas de interés

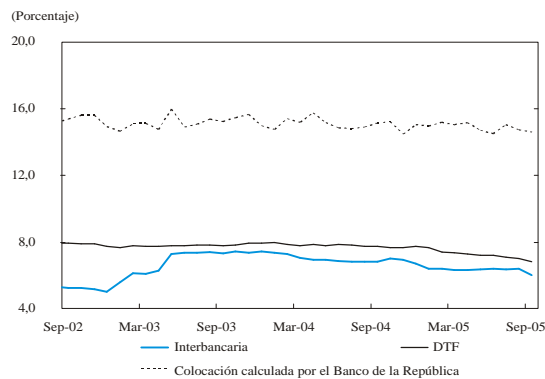
Como era de esperarse, la decisión de la JDBR de reducir en 50 pb sus tasas de referencia, tomada el 16 de septiembre, condujo a una caída en la tasa interbancaria (TIB). Inicialmente, dicha caída superó los 50 puntos, pero con el transcurso del mes esta tasa corrigió parcialmente hacia arriba. Para mediados de octubre la TIB se situó en 5,7%, frente al 6,3% que tenía antes de la medida (Gráfico 25).

En septiembre todas las tasas de interés, tanto pasivas como activas, se redujeron y se situaron por debajo de los niveles del segundo trimestre, recogiendo, en parte, la caída de 50 pb de la tasas de interés oficial (Gráfico 26)⁵.

En particular, la DTF promedio mensual cayó en septiembre (6,8%), frente a agosto (7,0%) y junio (7,2%). Por tipo de crédito todas las tasas corrigieron a la baja (consumo, ordinaria y tesorería), salvo las de tarjetas de crédito y la preferencial, que repuntaron levemente. En términos reales, las tasas de interés se mantuvieron estables o cayeron con respecto a los meses de agosto y junio.

GRÁFICO 26

TASAS DE INTERÉS NOMINAL



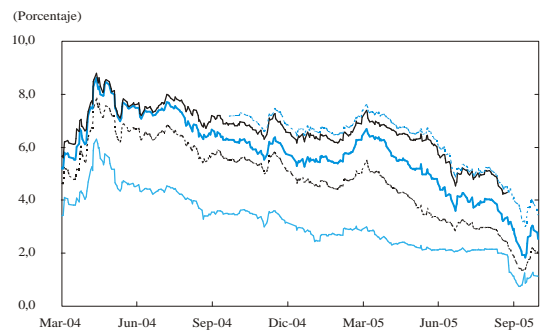
Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos del Banco de la República.

4. Mercado de deuda pública interna y de otros activos

Durante el tercer trimestre, las tasas de interés de los títulos de deuda pública interna (TES) continuaron cayendo en todos sus plazos. Aunque a comienzos de octubre se registraron algunas alzas y mayor volatilidad, estos aumentos eran leves y parecían transitorios. Al momento de escribir este Informe las tasas estaban descendiendo nuevamente (Gráfico 27).

GRÁFICO 27

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



(*) Información a 20 de octubre de 2005.
Fuente: SEN, Banco de la República.

⁵ Para un análisis de los efectos de las tasas de intervención las tasas de interés de mercado, véase Huertas C.; Jalil, M Olarte, S.; Romero, J. V. (2005). «Algunas consideraciones sobre el canal de crédito y la transmisión de tasas de interés en Colombia», SGEE, Banco de la República, agosto.

Como sucedió desde el año pasado, la tendencia descendente del tercer trimestre guardaba relación con condiciones externas favorables, con la baja inflación de julio y agosto, y con los indicios sobre un crecimiento doméstico saludable. La inestabilidad a finales de septiembre y comienzos de octubre, se explica, probablemente, por el comportamiento al alza de las tasas externas (especialmente de los títulos del tesoro americano) y por la percepción de posibles presiones inflacionarias en los Estados Unidos. El repunte de las tasas domésticas se dio simultáneamente con un pequeño aumento de las primas de riesgo-país de Colombia y demás países emergentes.

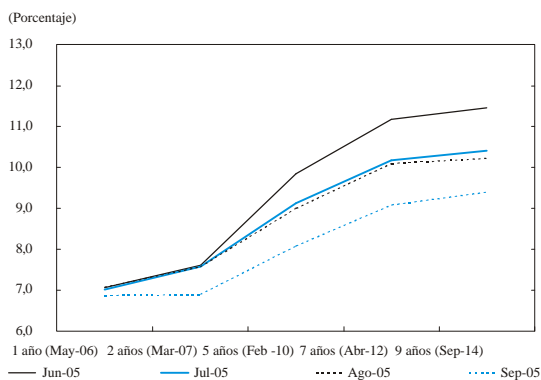
Los movimientos señalados en las tasas han aplazado lentamente la curva de rendimiento en el transcurso del tercer trimestre. En otras palabras, los descensos en el tramo corto de la curva han sido menos pronunciados que los del tramo largo (Gráfico 28). Así, el diferencial de tasas entre los TES 2014 y TES 2006 cayó de 439 pb, en junio, a 254 en septiembre. Hasta agosto, y por más de un año esta tendencia fue similar a la observada en los Estados Unidos con los títulos del tesoro. Sin embargo, en los últimos dos meses la curva de rendimiento en los Estados Unidos ha tendido a empinarse, cosa que no ha sucedido en Colombia.

Respecto a los precios de otros activos, el de las acciones (IGBC) aumentó su volatilidad recientemente, pero permanece en niveles históricamente altos (Gráfico 29). La valorización anual en pesos del IGBC cayó en septiembre (a 97%) respecto a agosto (136%), pero sigue siendo muy alta e incluso superior a la del trimestre anterior (69% en junio). El comportamiento del IGBC sigue reflejando las ventas y fusiones empresariales recientes, los buenos resultados de la banca y el mejoramiento de los fundamentales de la economía colombiana.

A juzgar por la información del Departamento Nacional de Planeación (DNP), los precios de la vivienda nueva continuaron su tendencia creciente, aunque su ritmo de crecimiento anual es muy lento y viene cayendo desde el año 2004 (Gráfico 30). El indicador de precios de vivienda nueva del DNP muestra un crecimiento anual de 4,3% (a abril de este año), mientras el del DANE registra un 2,8% de aumento (a junio de este año).

GRÁFICO 28

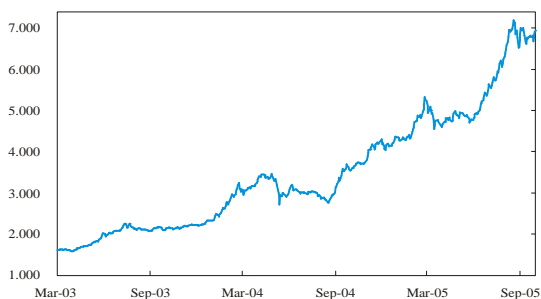
**CURVA DE RENDIMIENTOS TES
MERCADO SECUNDARIO (SEN)**



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 29

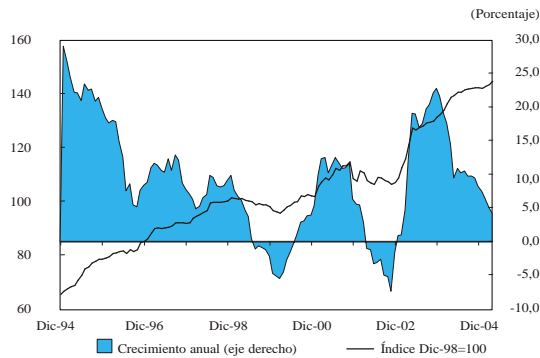
**ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA DE VALORES
DE COLOMBIA
BASE JULIO 3 DE 2001=1000**



(*) Información a 20 de octubre de 2005.
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

GRÁFICO 30

EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA VIVIENDA NUEVA, BOGOTÁ

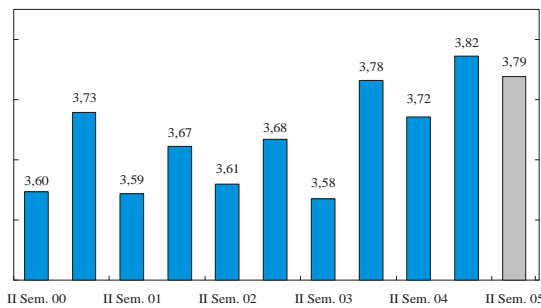


Fuente: Superintendencia Bancaria. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 31

PRODUCTO POR TRABAJADOR URBANO (*)

(Millones de pesos de 1994)

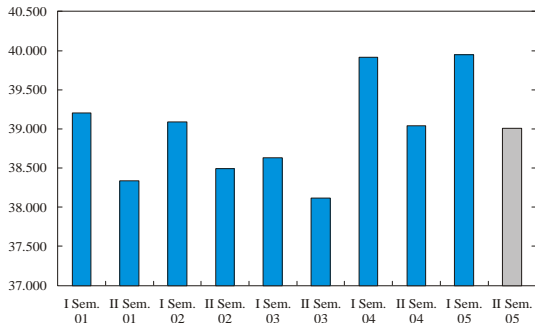


(*) PIB excluidos los servicios del Gobierno, agricultura y minería. Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 32

PRODUCTO URBANO POR HORA TRABAJADA (*)

(Pesos de 1994)



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

D. UTILIZACIÓN DEL FACTOR TRABAJO Y MERCADO LABORAL

1. La intensidad en la utilización del trabajo en 2005

Para este Informe se estima la intensidad en la utilización del trabajo a partir del indicador de producto por trabajador, el cual se obtiene con base en la información de las cuentas nacionales y de la encuesta continua de hogares (ECH). Para los cálculos se excluyen los servicios del Gobierno, a nivel nacional y urbano⁶. Estas mismas fuentes de información se utilizan para calcular la productividad del trabajo, la cual se estima como la relación de producto por horas trabajadas.

Las estimaciones del producto por trabajador que se presentan en el Gráfico 31 muestran que el trabajo se ha venido utilizando de manera más intensiva a partir 2004, tendencia que se ha mantenido en lo corrido de 2005 y que se espera continúe en la segunda mitad del año.

Como se analiza en el Recuadro 3, el aumento del producto por trabajador (o intensidad de utilización del trabajo) puede estar relacionado con dos fenómenos. El primero, un posible aumento en la productividad del trabajo, en cuyo caso habría una menor probabilidad de que los aumentos de producción se tradujeran en un aumento de los costos para las empresas y por lo tanto en mayores presiones inflacionarias.

La información de cuentas nacionales y de la ENH muestra un incremento del producto urbano por hora trabajada⁷ a partir de 2004, lo que sugiere un aumento en la productividad (Gráfico 32). En particular, durante el primer semestre del año el producto por hora trabajada aumentó 0,1% anual. Es probable que durante el segundo semestre el producto por trabajador vuelva a aumentar, debido que se espera alguna aceleración en

⁶ El producto por trabajador urbano se define como el PIB excluidos los sectores agropecuario, minero y de servicios del Gobierno. Se considera la población ocupada de 13 ciudades, excepto los obreros y empleados del Gobierno.

⁷ Para este cálculo se utiliza la información de las horas totales trabajadas por los trabajadores ocupados en las 13 áreas excluidos los empleados y obreros del gobierno.

el crecimiento del PIB (véase el Capítulo II) y que es factible suponer un aumento del empleo similar al observado en la primera mitad del año.

Otros indicadores sectoriales también sugieren incrementos en la productividad del trabajo. La información disponible a julio para la industria manufacturera muestra un aumento de 3,5% anual del producto por hora trabajada. Parte del aumento en la productividad (tanto en la industria como en otros sectores) podría explicarse por un aumento en la relación capital-trabajo debido al fuerte incremento en la inversión en maquinaria y equipo en los últimos años. No obstante, es necesario tener en cuenta que la productividad también tiene un componente procíclico que se mueve *pari-passu* con la utilización de capacidad⁸.

El segundo fenómeno que puede estar relacionado con el aumento del producto por trabajador en 2004 y 2005 es el incremento en las horas trabajadas. De acuerdo con la ECH, para lo corrido de 2005 se observa un mayor número de horas totales trabajadas en casi 5%, frente a lo reportado para igual período de 2004⁹.

En la práctica, el fenómeno anterior está asociado con una mayor demanda por trabajo de parte de las firmas, lo que conduciría eventualmente a mayores costos laborales y a posibles presiones inflacionarias. Este evento depende de la situación del mercado laboral, en particular de cuál es el excedente de oferta disponible dada una demanda de mano de obra creciente.

A este respecto, la información existente sugiere que el mercado laboral se mantiene holgado. Los indicios corresponden al comportamiento de los salarios y del costo laboral unitario, al comportamiento del desempleo frente las estimaciones de la Nairu (tasa de desempleo no inflacionaria) y al comportamiento de las horas ordinarias y extras trabajadas:

- Frente al informe del mes de junio, la dinámica de ajuste de los salarios del comercio y la industria presentó una disminución. En abril de este año los salarios nominales en dichos sectores se ajustaban a una tasa anual de 9,1% y 8,8%, respectivamente. A julio de 2005 los ajustes se moderaron; y ahora crecen a tasas anuales de 6,0% y 6,1% (Gráfico 33). En cuanto a los salarios de la construcción, no se aprecia una modificación sustancial frente a lo observado hace tres meses (Gráfico 33). El indicador de salarios de los empleados calificados siguen reajustándose a tasas superiores a aquellas de los trabajadores promedio, lo que podría indicar que, a este nivel y para dicho sector, el mercado laboral se encuentra más ajustado. En la industria, el crecimiento de la productividad del trabajo y el ajuste moderado del salario de los obreros se ha

⁸ Algunos estudios para Colombia encuentran evidencia de sesgos en la medición de la productividad industrial por la presencia de poder de mercado, rendimientos crecientes a escala y cambios en la utilización de la capacidad instalada. Véase Ramírez, J. M. *et al.* (1998). "Reformas comerciales, márgenes de beneficios y productividad en la industria colombiana", en Revista *Planeación y Desarrollo*, Vol. XXIX, No. 3, julio-septiembre.

⁹ Este aumento no ha sido replicado por el empleo, lo que sugiere que las horas promedio trabajadas por trabajador también han aumentado.

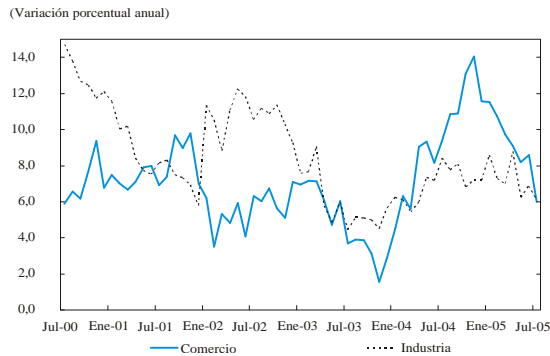
Diversos indicadores sectoriales sugieren aumentos en la productividad...

...parte de los cuales (tanto en la industria como en otros sectores) se podrían explicar por un aumento en la relación capital-trabajo...

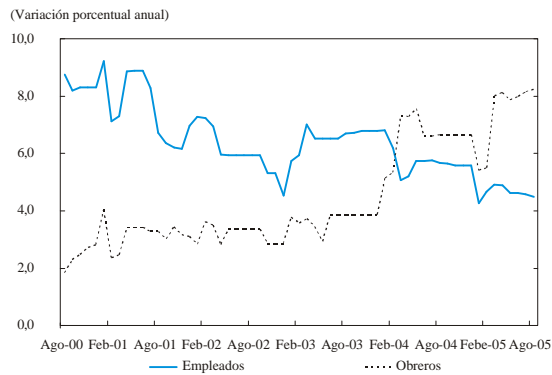
...debido al fuerte incremento en la inversión en maquinaria y equipo en los últimos años.

GRÁFICO 33

SALARIO NOMINAL DEL COMERCIO AL POR MENOR Y DE LOS OBREROS DE LA INDUSTRIA



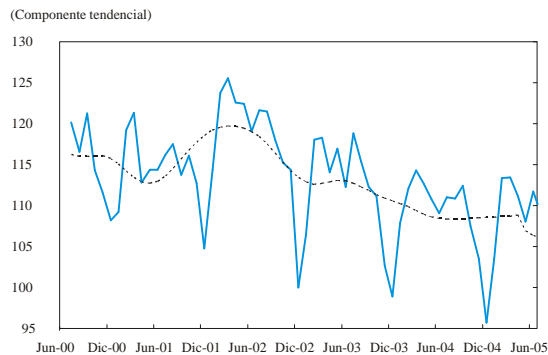
ÍNDICE DE SALARIOS PARA LA CONSTRUCCIÓN PESADA (*)



(*) Obreros: capataz, obrero, oficial y operador. Empleados: ingeniero director, ingeniero auxiliar, almacenista, contador y celador.
Fuente: MMCP, MMM y ICCP - DANE.

GRÁFICO 34

COSTO LABORAL UNITARIO REAL POR HORA TRABAJADA EN LA INDUSTRIA



Fuente: DANE.

reflejado en una disminución del costo laboral unitario por hora trabajada, medido en términos reales. En julio este presentó una caída anual de 2.4% y de 1.8% en lo corrido del año (Gráfico 34).

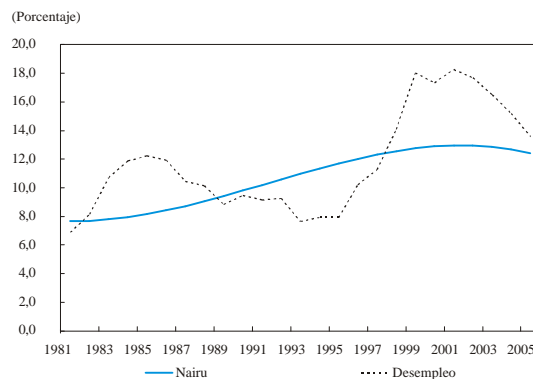
- En cuanto a las estadísticas de empleo, la información de la ECH a agosto indica que el mercado laboral a nivel urbano es menos holgado que en los dos años anteriores. La tasa de desempleo disminuyó 3,4 puntos porcentuales frente a agosto de 2003 y 1,4 puntos porcentuales frente a agosto de 2004¹⁰. Simultáneamente se ha dado una reducción en la oferta relativa de trabajo, como lo muestra la disminución de la tasa global de participación, en 2,1 puntos porcentuales frente a la observada en el mismo mes de 2003¹¹. A pesar de lo anterior, la tasa de desempleo aún se mantiene por encima de la Nairu o tasa de desempleo de inflación estable estimada por el Banco de la República (Gráfico 35). Esto indicaría que el mercado laboral todavía puede afrontar aumentos en la demanda sin presionar los salarios y los precios.
- Al parecer, el aumento en el número de horas trabajadas, reportado por la ECH, se dio principalmente por horas ordinarias trabajadas más que por horas extras. Aunque la ECH no distingue explícitamente entre ellas, otra información proveniente de la medición del subempleo por parte de la misma encuesta puede dar algunas indicaciones al respecto. En concreto, la tasa de subempleo por insuficiencia de horas trabajadas cayó 1,4 puntos porcentuales en junio de 2005 respecto al mismo mes del año anterior (pasando de 13,1% a 11.7%¹² (Gráfico 36). Esto indicaría que un mayor número de empleados aumentó su jornada laboral hacia niveles normales,

¹⁰ Esta disminución corresponde al promedio móvil de orden 3 para las 13 ciudades. Los datos puntuales para el mismo período muestran una caída de la tasa de desempleo de 17,1%, en agosto de 2003 a 13,8% en agosto del presente año (3,3 puntos porcentuales).

¹¹ Esta disminución corresponde al promedio móvil de orden 3 para las 13 ciudades. Los datos puntuales para el mismo período muestran que la tasa global de participación (TGP) pasó de 65,9% en agosto de 2003 a 63,0% en agosto del presente año.

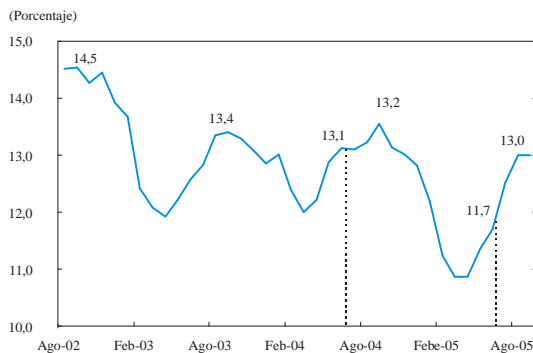
¹² Corresponde al promedio móvil de orden tres para 13 ciudades.

TASA DE DESEMPLEO Y NAIRU



Nota: La información presentada corresponde al promedio anual para la tasa de desempleo en siete ciudades. El valor para 2005 es el valor esperado por el Banco de la República. En lo corrido del año hasta septiembre, la tasa de desempleo promedio para siete ciudades es 14,2%
Fuente: DANE y Banco de la República

TASA DE SUBEMPLEO URBANO POR INSUFICIENCIA DE HORAS



Fuente: DANE, Encuesta continua de hogares.

situación que apoya la idea de que los incrementos de horas trabajadas han sido por horas ordinarias más que de horas extraordinarias.

- Por lo tanto, hasta ahora la demanda de trabajo ha sido suplida en su mayoría mediante aumentos en las horas ordinarias, lo que confirmaría que el mercado todavía cuenta con una reserva importante de trabajadores para enganchar. Un aumento de las horas extras indicaría, por el contrario, que dicha reserva no es muy grande y que para las firmas resulta más económico pagar horas de trabajo adicional, relativamente más caras, que contratar nuevos trabajadores.

En síntesis, hay indicios que muestran que la expansión del producto en los últimos dos años puede estar acompañada por un incremento de la productividad del trabajo. Cálculos indirectos, como el producto por hora trabajada a nivel urbano, e indicadores sectoriales, como el costo laboral unitario por hora trabajada de la industria, respaldan la afirmación anterior. Infortunadamente, no hay indicadores disponibles para la economía en su conjunto sobre la participación de la remuneración de los asalariados como proporción del producto¹³.

Finalmente, conviene señalar que las conclusiones obtenidas a partir del análisis anterior deben considerarse con cautela, ya que las cifras sobre las que se basan suelen ser objeto de revisiones importantes. Adicionalmente, alguna parte de la información utilizada es muy parcial y/o se obtiene de muestras no necesariamente representativas para las variables empleadas, por lo que los resultados pueden ser imprecisos o no ser fácilmente generalizables.

E. INFLACIÓN A SEPTIEMBRE Y SUS DETERMINANTES

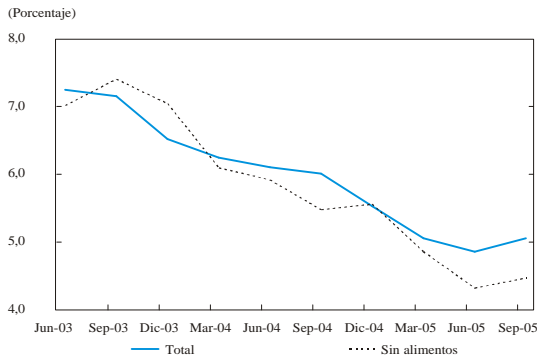
1. La inflación al consumidor

En septiembre, la inflación total al consumidor se ubicó en 5% (Gráfico 37), el punto central del rango meta fijado por el Banco. Durante el tercer trimestre, la

¹³ En Colombia, el DANE publica el cálculo del PIB en cuanto al ingreso, junto con las Cuentas Nacionales, con un rezago de dos años.

GRÁFICO 37

INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

inflación al consumidor tuvo una tendencia ligeramente creciente, que se observó tanto para el subíndice de alimentos como para el del agregado sin alimentos; con mayor notoriedad en el primer grupo.

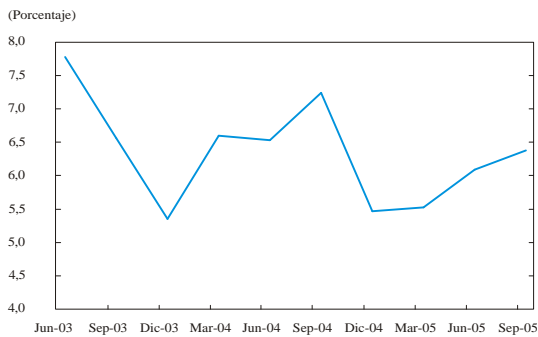
La inflación sin alimentos se encuentra en 4,4% (Gráfico 37), por debajo del piso del rango meta, pero un poco por encima del dato de junio (4,3%). Este incremento se concentró en arriendos y servicios públicos.

En general, los resultados de la inflación a septiembre estuvieron dentro de lo esperado en el informe anterior. En él se proyectaba una inflación total a septiembre de 4,9%, cercana a la registrada. La fuente de la discrepancia entre el pronóstico y lo observado recayó en alimentos, cuyo pronóstico (6%) estuvo por debajo de lo observado (6,4%) (Gráfico 38). Así, las presiones alcistas más fuertes sobre la inflación al consumidor en el tercer trimestre provinieron principalmente de estos precios. La inflación sin alimentos se pronosticaba en 4,4%, de acuerdo con lo observado.

Al desagregar el índice de precios al consumidor (IPC) de alimentos entre procesados y perecederos, los primeros presentan una inflación con una tendencia decreciente y se ubican en 5% a septiembre. Por su parte, los alimentos perecederos presentan un comportamiento inverso, con una inflación en septiembre de 2005 de 11,7% (Gráfico 39).

GRÁFICO 38

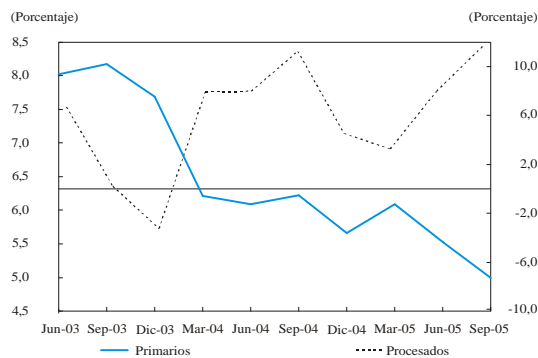
IPC DE ALIMENTOS (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 39

INFLACIÓN ANUAL DE ALIMENTOS PRIMARIOS Y PROCESADOS



Fuente: DANE, Encuesta continua de hogares.

La inflación de alimentos primarios ha presentado un comportamiento atípico en 2005. Tradicionalmente, el segundo semestre del año es abundante en oferta y, por lo tanto, los precios suelen reducirse o incrementarse muy poco. Sin embargo, a partir de julio de 2005 se han observado incrementos importantes en los precios de algunos alimentos perecederos como la papa, lo cual parece obedecer a una oferta poco abundante.

Con base en los modelos del Banco, en los informes anteriores se esperaba que la inflación anual de alimentos alcanzara un pico en junio y que luego comenzara a disminuir, hasta ubicarse en 5,4% en diciembre. Los resultados recientes sugieren que la inflación de alimentos puede seguir subiendo en el resto del año y que el

pico se alcanzaría a finales de 2005. De esta forma, la reducción esperada se aplazaría para comienzos de 2006.

Respecto a la inflación básica o subyacente, el promedio de los tres indicadores más confiables (núcleo 20, IPC sin alimentos e IPC sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos) presentó un aumento leve en el trimestre. En septiembre su valor fue 4,4% frente a 4,3% de junio. Aún así, los tres indicadores se mantuvieron muy cerca del piso del rango meta (Gráfico 40).

Al descomponer la inflación sin alimentos entre transables y no transables se observa que el bajo nivel de la inflación básica sigue explicándose, primordialmente, por la inflación de transables, la cual se ha reducido de manera continua desde finales de 2003, en línea con la apreciación cambiaria. Sin embargo, los últimos datos muestran un freno en esta tendencia. En septiembre, la inflación de transables (sin alimentos) fue de 2,8%, muy similar a la de junio (2,9%) Gráfico 41).

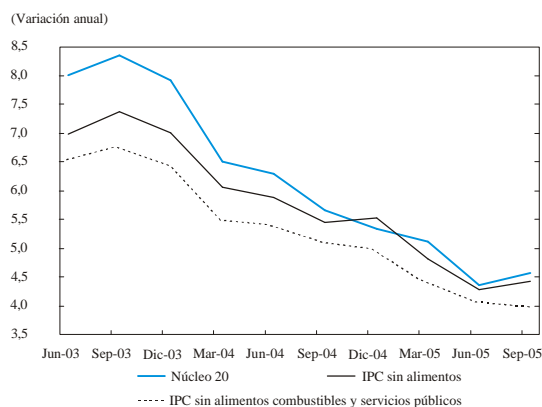
La reducción de transables en lo corrido del año es de 167 pb, y su patrón de reducciones ha sido menor trimestre a trimestre: 95 pb en el primero, 60 pb en el segundo y de solo 13 pb en el tercero. Todo indica que este fenómeno guarda relación con la estabilidad del tipo de cambio, alrededor de \$2.300, desde hace ya varios meses.

Las tendencias no son muy diferentes cuando se excluyen de la canasta de transables sin alimentos los precios de los regulados. Para esta subcanasta, la inflación anual en septiembre fue de 2,0%, frente a 2,1% en junio (Gráfico 41). Además, los resultados a finales del tercer trimestre confirmaron los pronósticos presentados en el informe anterior.

Por su parte, la inflación de no transables sin alimentos presentó hasta julio una tendencia decreciente, y rebotó fuertemente en agosto y septiembre. En septiembre, la inflación anual de esta subcanasta se ubicó en 5,5%, con un incremento de 33 pb frente al dato de junio.

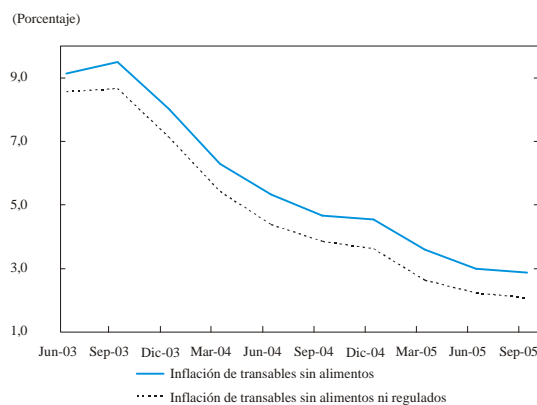
El grueso del repunte obedeció al comportamiento de la inflación de servicios públicos, como lo sugiere el incremento menos pronunciado de la subcanasta que los excluye. En efecto, la inflación de no transables sin alimentos ni regulados en septiembre fue 4,6%, frente a 4,5% en junio (Gráfico 42). Las cifras observadas estuvieron un poco por encima de los pronósticos del Banco.

INDICADORES DE INFLACIÓN BÁSICA



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

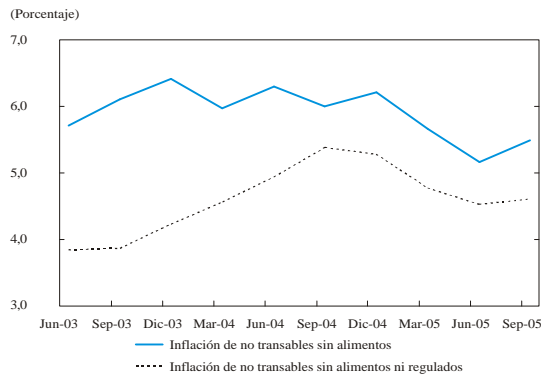
IPC DE TRANSABLES EXCLUIDOS ALIMENTOS (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 42

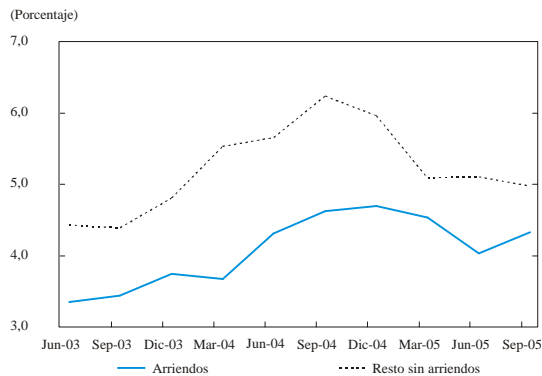
**IPC DE NO TRANSABLES, EXCLUIDOS ALIMENTOS
(VARIACIÓN ANUAL)**



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 43

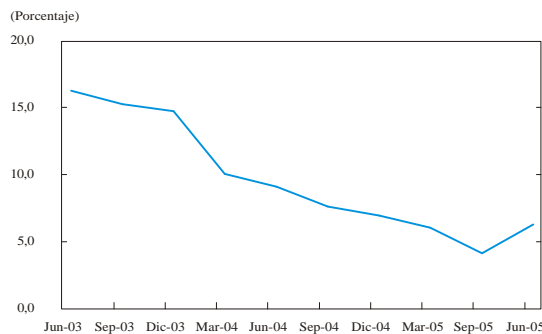
**DESCOMPOSICIÓN DEL IPC DE NO TRANSABLES (*)
(VARIACIÓN ANUAL)**



(*) Sin alimentos ni regulados.
Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 44

IPC DE SERVICIOS PÚBLICOS



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

El otro que impulsó la inflación de no transables fue arriendos, cuyo incremento no fue previsto en los pronósticos. Como se observa en el Gráfico 43, la inflación anual de arriendos dejó de aumentar a mediados del año pasado, e interrumpió así una tendencia de crecimiento lento pero regular iniciada en 2001. En lo corrido de 2005 la serie ha sido más inestable que lo usual, no ha mostrado una tendencia definida, y se sitúa un poco por debajo de 4,5%. Así, lo ocurrido en septiembre podría obedecer a un repunte aislado que no implica cambio de tendencias.

Por su parte, el incremento de los precios de los servicios públicos tiene su explicación en un fenómeno de índole estadístico, relacionado con una base de comparación muy baja en agosto y septiembre del año pasado¹⁴. Sin embargo, descontado este fenómeno, la inflación de servicios públicos presenta una tendencia decreciente en el mediano plazo que está asociada a reajustes en tarifas (principalmente de energía eléctrica) mucho menores que en años anteriores (Gráfico 44).

Finalmente, la inflación de los regulados, al igual que la del IPC total, ha seguido afectada por aumentos importantes en los precios de los combustibles. Estos aumentos están relacionados con los altos precios del petróleo en el mercado internacional y han afectado rubros como los del transporte terrestre y aéreo.

2. Determinantes de la inflación

En el último año, la tendencia de la inflación en Colombia ha estado determinada por cuatro factores fundamentales: el tipo de cambio, las expectativas de inflación, la brecha del producto y los costos salariales. Como se ha señalado en oportunidades anteriores, dichos factores están relacionados con los principales canales de transmisión de política monetaria.

Hasta el informe de junio pasado era claro que el descenso de la inflación en los cuatro trimestres precedentes

¹⁴ En agosto de 2004 se autorizó a Bogotá y otras ciudades a efectuar una reducción en la tarifa de consumo fijo en acueducto y alcantarillado debido a que se estaban incluyendo partidas que no deberían ser cargadas a los usuarios. Como en agosto de 2005 no se presentaron estas reducciones (fueron de una sola vez) la inflación anual volvió a incrementarse

había sido, en parte, el resultado de la apreciación cambiaria, la cual había permitido una reducción continua y a niveles muy bajos de la inflación de transables. A esta presión desinflacionaria también había contribuido el descenso de las expectativas de inflación, gracias al cumplimiento de las metas anteriores y unos aumentos salariales moderados en el contexto de un mercado laboral relativamente holgado.

Al mismo tiempo, aunque la economía acumulaba varios trimestres de crecimiento aceptable, no se observaban indicios de presiones inflacionarias de demanda. Los ejercicios de estimación de la brecha del producto en los que se utilizan las cifras de crecimiento disponibles en ese momento sugerían, de hecho, que la economía todavía exhibía excesos de capacidad productiva, con una brecha del producto negativa, aunque cerrándose.

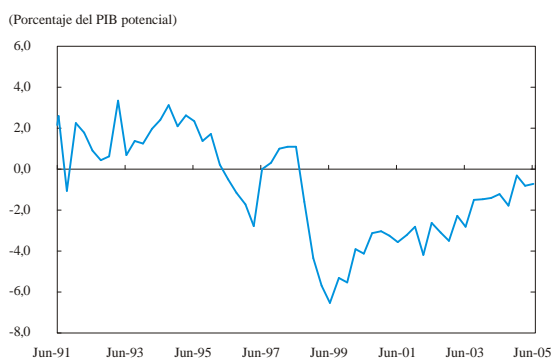
En líneas generales, los datos de inflación y de las demás variables macroeconómicas hasta el tercer trimestre permiten mantener la evaluación anterior sobre el papel que actualmente desempeñan los canales de transmisión de la política monetaria. Sin embargo, la nueva información disponible sugiere algunos cambios en los determinantes de la inflación que se señalan a continuación:

Presiones de demanda y la brecha del producto. Quizá el cambio más relevante con base en la información del tercer trimestre se refiere a las presiones de demanda y la brecha del producto. Para el presente informe se efectuó una reestimación de la brecha que llevó a cerrarla frente a los valores asumidos en informes anteriores. Aunque la nueva estimación mantiene la brecha en terreno negativo, ahora su valor promedio para 2005 es de -0,6% y no de -1,4% como se consideraba anteriormente. La senda histórica de esta variable también se modificó. La nueva estimación muestra una brecha que se cierra más rápidamente, a partir de 1999, frente a lo que se consideraba anteriormente (Gráfico 45).

Hubo varias razones que motivaron el cambio en el nivel de la brecha:

- La primera de ellas tiene que ver con la revisión de las cifras de crecimiento histórico por parte del DANE como se señala en el literal B de este capítulo. Este aumento en las cifras de crecimiento en 2003 y en el primer trimestre del año tiende a reducir la medida de la brecha.
- En segundo lugar, y quizá más importante aún, está la alta tasa de crecimiento observada en el segundo trimestre del presente año. Las estimaciones previas de brecha suponían un crecimiento para este período entre 4,5% y 5%, pero el resultado estuvo por encima del 5%. Como se menciona en el Capítulo 2 de este informe, la mejoría en el comportamiento de la economía en la primera mitad del año ha aumentado los pronósticos para el segundo semestre.

BRECHA DEL PRODUCTO



Fuente: Banco de la República.

El cambio más relevante con base en la información del tercer trimestre se refiere a las presiones de demanda y la brecha del producto.

Para el presente informe se efectuó una reestimación de la brecha que llevó a cerrarla frente a los valores asumidos en informes anteriores.

Hay evidencia a favor de un crecimiento mayor del PIB potencial o no inflacionario que el inicialmente previsto, lo cual apoya la idea de que la brecha aún podría encontrarse en terreno negativo pese a un mayor dinamismo de la economía.

- En tercer lugar, en los últimos dos trimestres ha surgido información que sugiere que los excesos de capacidad productiva pueden haber desaparecido o están próximos a hacerlo para sectores como el industrial. Por ejemplo, la utilización de capacidad instalada (UCI) de Fedesarrollo se ha situado en su promedio histórico o muy cerca de él en los últimos trimestres (Gráfico 46). Por su parte, la UCI de la ANDI sobrepasó en los últimos meses los promedios históricos. Otra variable relacionada con la brecha, como la percepción de la demanda en términos de problema para la expansión de la producción industrial, está en niveles muy bajos.
- Pese a lo anterior, también hay evidencia a favor de un crecimiento mayor del PIB potencial o no inflacionario que el inicialmente previsto, lo cual apoya la idea de que la brecha aún podría encontrarse en terreno negativo pese a un mayor dinamismo de la economía. Diferentes indicadores de productividad, como los presentados en la sección precedente, se han acelerado en los últimos trimestres, después de un largo período de estancamiento o incluso de retroceso durante la recesión económica que se inició a finales de la década pasada. Adicionalmente, el esfuerzo de inversión que se ha efectuado en los últimos tres años ha sido muy importante, de tal forma que la tasa de inversión empieza a superar su nivel promedio históricos. Este esfuerzo se ha concentrado en bienes de capital (maquinaria y equipo importado) destinados a sectores productivos, como industria, telecomunicaciones e informática, más que a vivienda. Lo anterior permite confiar, no solo en una importante ampliación de la capacidad productiva de la economía, sino también en la adopción, en algún grado, de innovaciones tecnológicas que probablemente permiten aumentos en la productividad.

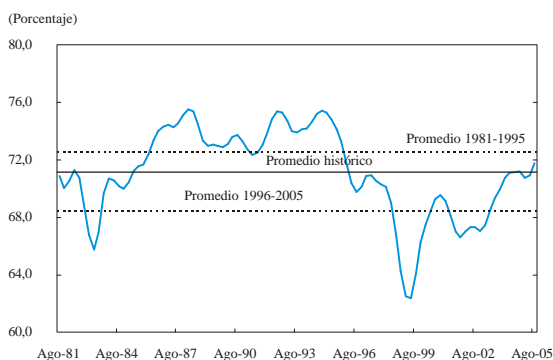
Como se señaló en la sección precedente, la inflación de no transables disminuyó en buena parte de lo corrido del año y esto corrobora la inexistencia de presiones inflacionarias de demanda hasta ahora. Sin embargo, el cierre de la brecha efectuado en este informe sí sugiere que la probabilidad de que surjan presiones inflacionarias de demanda hacia el futuro es mayor hoy de lo que se creía en informes anteriores. El freno a la caída de la inflación básica y de no transables en los últimos meses podría ser un primer indicio de ello.

El freno a la caída de la inflación básica y de no transables en los últimos meses podría ser un primer indicio de ello.

El tipo de cambio: La apreciación acumulada del tipo de cambio permitió reducir nuevamente la inflación de transables en el tercer trimestre, y por esta vía mantuvo la inflación total alineada con la meta. Sin embargo, todo parece indicar que las presiones bajistas se están agotando, como era de esperarse, debido a la interrupción de la apreciación nominal desde hace ya varios trimestres. De mantenerse esta situación, en el mediano plazo (comienzos de 2006) el canal cambiario dejaría de contribuir a la reducción de la inflación.

GRÁFICO 46

UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA (COMPONENTE TENDENCIAL)

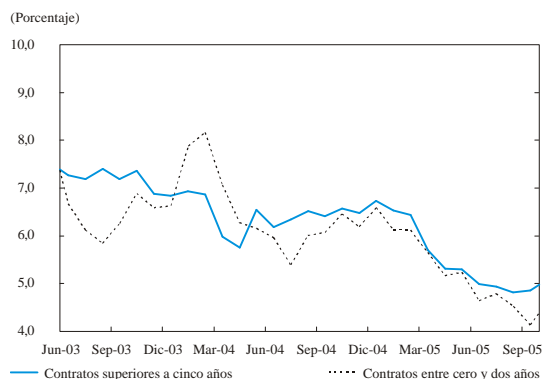


Fuente: Fedesarrollo. Cálculos del Banco de la República.

Las expectativas: Las expectativas continuaron reduciéndose en los últimos meses como sugieren los diversos indicadores del Banco (Gráfico 47). A septiembre y comienzos de octubre, la inflación esperada por los mercados para finales de 2005 era compatible con el rango meta de inflación. Las expectativas a doce meses tampoco habían sufrido cambios sustanciales a raíz del repunte creciente de la inflación.

Costos laborales. Como se analizó en detalle en el literal D de este capítulo, los indicadores disponibles sugieren que los salarios se han seguido ajustando a tasas relativamente bajas, e incluso menores que las de comienzos de año. Aunque no se puede descartar el surgimiento de algunos cuellos de botella en ciertos mercados de mano de obra capacitada, a la fecha dichas situaciones no parecen generalizadas. Los indicadores de empleo y de horas trabajadas como también indican que las condiciones del mercado laboral siguen mejorando, pero quizá no lo suficiente para eliminar los excesos de oferta existentes y para inducir aumentos salariales mayores que los compatibles con las metas de inflación. Finalmente, hay evidencia de ganancias en la productividad del trabajo que pueden haber contrarrestado algunas presiones de costos.

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN DERIVADAS DE LOS CONTRATOS TES TASA FIJA Y TES TASA VARIABLE (*)



(*) Con información a 21 de octubre.
Fuente: SEN, Banco de la República.

¿CÓMO HA AFECTADO LA APRECIACIÓN A LA INDUSTRIA MANUFACTURERA?

Mario Nigrinis Ospina
Andrés Velasco Martínez*

La apreciación de la tasa de cambio ha tenido efectos distintos, e incluso opuestos, sobre la industria manufacturera. Mientras que el 50% de las empresas considera que el efecto neto ha sido desfavorable, el 28% considera que el efecto neto ha sido positivo y el 22% lo califica de neutral.

Estos resultados se desprenden de un módulo especial de la encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo, contratada por el Banco de la República para evaluar los efectos que ha tenido la apreciación del tipo de cambio sobre la industria en los dos últimos años¹. La encuesta se hizo en agosto a 340 empresas en todo el país. Los resultados tienen un error relativo de 5%.

Al clasificar las empresas entre exportadoras y no exportadoras, se observa que el 65.6% de las empresas que orientan parte de su producción a las ventas en el exterior y el 24.3% de las firmas no exportadoras consideran que el efecto neto de la apreciación del tipo de cambio ha sido desfavorable (Cuadro R1.1). Al mismo tiempo, el 46,1% de estas últimas considera que ha sido favorable.

De las empresas exportadoras que calificaron como desfavorable la dinámica del tipo de cambio, el 70.8% señaló que el principal efecto negativo se dio en el margen de ganancia de las

CUADRO R1.1
¿CÓMO HA SIDO EL EFECTO NETO DE LA VARIACIÓN DE LA TASA DE CAMBIO
EN LOS ÚLTIMOS DOS AÑOS SOBRE EL DESEMPEÑO DE SU EMPRESA?

	Total nacional	Exportadoras			No Exportadoras	CUODE				
		Total	X<30%	30%<X<50%		50%<X	Consumo	Intermedios	Capital	Constr.
Favorable	27,5	17,2	24	10,3	2,4	46,1	33	21,3	17,4	27,3
Neutro	21,6	17,2	21,7	5,1	14,6	29,6	21	21,3	17,4	36,4
Desfavorable	50,9	65,6	54,3	84,6	82,9	24,3	46	57,5	65,2	36,4

Fuente: EOE de Fedesarrollo - Agosto de 2005.

* Los autores son profesionales especializados del Departamento de Programación e Inflación del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas reflejan únicamente el punto de vista de los autores y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

¹ Entre agosto de 2003 y agosto de 2005, el tipo de cambio promedio pasó de \$2.867 por dólar a \$2.306. Este movimiento equivale a una apreciación de 19,6% en los dos años. En términos reales, la apreciación del tipo de cambio promedio entre 2003 y 2005 ha sido de 15,7%.

exportaciones, mientras que el 17,5% consideró que dicho efecto se manifestó en una reducción de los volúmenes exportados. Estos resultados varían según la intensidad exportadora: el 24,3% de las empresas que venden menos del 30% de su producción al exterior identificó como principal problema la reducción en el volumen de las exportaciones, y el 61,4% señaló como tal la disminución en el margen de ganancia de las exportaciones. El 8,8% de las empresas con alta intensidad exportadora² identificó como principal problema la disminución en los volúmenes exportados, mientras que el 85,3% manifestó su preocupación por la reducción en la rentabilidad de sus operaciones al exterior (Cuadro R1.2).

En el caso de las empresas no exportadoras que manifestaron que la dinámica del tipo de cambio ha tenido un efecto neto desfavorable sobre su desempeño, señalaron que su principal impacto ha sido por la mayor competencia que deben enfrentar. Las respuestas de estas firmas se concentraron sobre la reducción en el volumen de ventas en el mercado interno (28,6%), la reducción en los precios de los productos que venden (21,4%) y la disminución en el margen de utilidad (17,9%).

De otro lado, las empresas que consideraron favorable el efecto neto de la apreciación del peso (27,5% a nivel nacional) manifestaron que los principales beneficios se han presentado por la reducción en el costo de las materias primas (61,8%) y la disminución del costo en la inversión en maquinaria y equipo importados (24,7%). Al desagregar, las empresas exportadoras le dan menor importancia a estos beneficios (58,3% y 22,2%, respectivamente) y consideran importante la reducción en el costo del servicio de la deuda externa (13,9%).

CUADRO R1.2
¿CÓMO HA SIDO EL EFECTO NETO DE LA VARIACIÓN DE LA TASA DE CAMBIO
EN LOS ÚLTIMOS DOS AÑOS SOBRE EL DESEMPEÑO DE SU EMPRESA?

	Total nacional	Exportadoras				No Exportadoras	CUODE			
		Total	Menor a 30%	30%-50%	Mayor a 50%		Consumo	Intermedios	Capital	Constr.
Redujo el volumen de exportaciones de ventas en el mercado interno	16,4	17,5	24,3	12,1	8,8	10,7	12,3	28,3	10,0	12,5
Redujo el margen de ganancia de exportación de ganancia de la producción al mercado interno	7,3	2,9	2,9	3,0	2,9	28,6	6,2	10,9	6,7	0,0
Redujo precios internos de sus productos	62,4	70,8	61,4	75,8	85,3	21,4	69,1	45,7	63,3	87,5
Otro	5,5	2,9	2,9	6,1	0,0	17,9	2,5	8,7	10,0	0,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: EOE de Fedesarrollo - Agosto de 2005.

² Aquellas que exportan más del 50% de su producción.

Por uso o destino económico, las firmas productoras de bienes de capital fueron las que manifestaron en mayor proporción un efecto neto desfavorable del tipo de cambio (65,2%), seguidas de las productoras de materias primas (57,5%), bienes de consumo (46,0%) y bienes para la construcción (36,4%). Todas las empresas señalaron como principal inconveniente la reducción en el margen de ganancia de las exportaciones; de estas las dedicadas a la producción de bienes para la construcción son las más afectadas (87,5% frente a 69,1% para las de bienes de consumo, 63,3% para las de bienes de capital y 45,7% para las productoras de materias primas). Llama la atención que el 33% de las empresas productoras de bienes de consumo consideran que el efecto neto de la apreciación es favorable, el porcentaje más alto entre los diferentes tipos de industrias.

¿Cómo han reaccionado las empresas frente a la revaluación?

La principal reacción de las empresas exportadoras que han considerado desfavorable el efecto neto de la apreciación del peso ha sido reducir sus costos laborales (21,0%) y aumentar el uso de insumos importados (20,3%) (Cuadro R1.3). La utilización de mecanismos de cobertura cambiaria (11,6%) y la búsqueda de nuevos mercados (10,1%) no aparecen dentro de las primeras opciones como principal estrategia de la firmas.

En el caso de las empresas no exportadoras que han sido afectadas negativamente por la apreciación, la principal estrategia que han adoptado para enfrentar esta coyuntura consiste

CUADRO R1.3
¿CUÁL HA SIDO SU ESTRATEGIA PRINCIPAL PARA ENFRENTAR EL EFECTO NETO DESFAVORABLE DE LA VARIACIÓN DE LA TASA DE CAMBIO EN LOS ÚLTIMOS DOS AÑOS SOBRE EL DESEMPEÑO DE SU EMPRESA?

	Total nacional	Exportadoras			No Exportadoras	CUODE				
		Total	Menor a 30%	30%-50%		Mayor a 50%	Consumo	Intermedios	Capital	Constr.
Reducir costos laborales	22,6	21,0	19,7	21,2	23,5	30,8	18,8	19,6	36,7	25,0
Inversión en maquinaria y equipo	11,0	8,0	7,0	12,1	5,9	26,9	7,5	17,4	13,3	0,0
Aumentar el uso de insumos importados	17,7	20,3	23,9	12,1	20,6	3,8	21,3	15,2	13,3	12,5
Otras medidas para aumentar productividad	18,3	18,1	16,9	21,2	17,6	19,2	18,8	23,9	13,3	0,0
Buscar nuevos mercados de exportación	9,8	10,1	9,9	6,1	14,7	7,7	10,0	10,9	6,7	12,5
Producir menor número de productos	1,8	1,4	2,8	0,0	0,0	3,8	3,8	0,0	0,0	0,0
Emplear mecanismos de cobertura cambiaria	9,8	11,6	7,0	18,2	14,7	0,0	11,3	6,5	6,7	25,0
Ninguna	4,9	5,8	5,6	9,1	2,9	0,0	5,0	4,3	0,0	25,0
Otras	4,3	3,6	7,0	0,0	0,0	7,7	3,8	2,2	10,0	0,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: EOE de Fedesarrollo - Agosto de 2005.

en la disminución de los costos laborales (30,8%) y aumentos en la inversión en maquinaria y equipo (26,9%).

En los próximos 12 meses, el 14,8% de las empresas exportadoras planea aumentar su planta de personal mientras que el 16,7% considera la posibilidad de reducirla. En el caso de las empresas no exportadoras las respuestas fueron 20,9% y 11.3%, respectivamente. Respecto a las inversiones en maquinaria y equipo, en los próximos 12 meses tanto empresas exportadoras como no exportadoras consideran aumentarla (45,5% y 39,1% respectivamente) y casi ninguna contempla la posibilidad de reducirla (3,3% y 1,7%).

¿CÓMO NOS ESTÁ AFECTANDO EL COMERCIO CON CHINA?*

Gloria Alonso Másmela**

En lo corrido de 2005 hasta julio las importaciones colombianas totalizaron US\$10.868 m, con un crecimiento de 28% anual, frente al mismo período de 2004. El 31% de estas importaciones corresponde a productos fabricados en Norteamérica, el 30% son de origen latinoamericano, y aquellos fabricados en China representan el 7% del total¹. En 2003 esta participación era de 4,8%, lo cual representa un crecimiento anual de estas importaciones cercano al 50% por año (Cuadro R2.1).

Prácticamente la totalidad de las importaciones provenientes de China corresponde a productos manufacturados. En los dos últimos años se han observado aumentos importantes en productos de la industria química (50% en promedio por año), productos metálicos, maquinaria y equipo (64%), y productos de la industria textil y de la industria del cuero (43%) (Cuadro R2.2).

De otro lado, en lo corrido del año hasta junio, las ventas totales de productos colombianos a China aumentaron 66%, de estas las más dinámicas fueron las exportaciones de ferroníquel, que representan el 70% del total exportado a ese país (Cuadro R2.3). En conjunto, el déficit comercial con China se ha ampliado en cerca de US\$200 m en el último año y se ubica en US\$622 m en lo corrido del año hasta junio (Cuadro R2.4).

¿Cuál ha sido el efecto sobre la producción nacional?

Algunas evidencias sugieren que las exportaciones chinas habrían afectado negativamente al sector de textiles y confecciones, y también al sector de cuero y calzado, donde las importaciones provenientes de la China entre 2001 y 2003 ya representaban más del 50% de las importaciones totales del sector.

Las importaciones de textiles y confecciones han crecido en forma significativa (17% en lo corrido del año hasta julio) y ha aumentado la participación de las manufacturas chinas dentro de ellas (de 18%, en 2003, a 26% en 2005). De otro lado, la competencia de China en otros mercados es cada vez mayor. Por ejemplo, las exportaciones chinas a los Estados Unidos de las principales confecciones exportadas por Colombia a ese mercado, aumentaron 116% entre enero y julio, con respecto al mismo período del año anterior (Cuadro R2.5). Este aumento

* Un análisis en detalle sobre este tema se encuentra en la Nota Editorial de la *Revista del Banco de la República*, de agosto de 2005, en edición.

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

¹ El análisis cambia de manera importante cuando se examina la información por país de compra.

puede estar asociado a la eliminación del Acuerdo Multifibras en los Estados Unidos que imponía cuotas a las exportaciones de textiles y confecciones hacia ese país.

En otros casos, la evidencia es menos clara. Por ejemplo, aunque la participación de China en las importaciones de productos metálicos y de maquinaria y equipo se duplicó con respecto a 2003, su nivel sigue siendo relativamente bajo (sólo 10% del total).

Con el fin de evaluar el posible impacto de las importaciones provenientes de China sobre la competitividad de estos sectores industriales, se construyó una medida simple de competitividad revelada (balanza comercial relativa, BCR) con respecto al resto del mundo (incluida China) y se evaluó su comportamiento en los últimos dos años.

Este indicador se define como:

$$BCR_i = (E - M)_i^W / (E + M)_i^W$$

donde: E son las exportaciones del bien i al resto del mundo y M las importaciones del bien i provenientes del resto del mundo. El valor de este indicador varía entre -1 (desventaja competitiva completa) y 1 (ventaja competitiva completa).

Los resultados muestran que en muchos sectores en los cuales ha tenido lugar una alta penetración de importaciones chinas, el grado de competitividad se ha mantenido relativamente estable

CUADRO R2.1
IMPORTACIONES TOTALES POR PAÍSES DE ORIGEN Y ZONAS ECONÓMICAS
(MILLONES DE DÓLARES FOB)

	2003	2004	Jul-05	Variación porcentual anual		Estructura porcentual		
						2003	2004	2005
				2004	Jul-05			
América	7.734,2	9.430,5	6.641,2	21,9	28,5	59,4	60,3	61,1
Norteamérica 1/	4.173,4	4.918,1	3.412,7	17,8	25,3	32,0	31,5	31,4
América Latina	3.547,4	4.502,6	3.208,5	26,9	31,5	27,2	28,8	29,5
Aladi	3.451,6	4.390,8	3.081,5	27,2	29,7	26,5	28,1	28,4
Comunidad Andina	1.446,9	1.825,6	1.152,1	26,2	16,9	11,1	11,7	10,6
Resto de Aladi	2.004,7	2.565,1	1.929,4	28,0	38,7	15,4	16,4	17,8
Resto de América Latina	40,0	47,0	47,0	17,5	88,0	0,2	0,2	0,3
Europa	2.269,4	2.463,6	1.718,6	8,6	26,2	17,4	15,8	15,8
CEE	1.868,2	1.922,1	1.235,2	2,9	16,4	14,3	12,3	11,4
AELC	336,0	424,8	373,7	26,4	60,0	2,6	2,7	3,4
Asia	2.157,2	2.774,3	1.915,2	28,6	31,2	16,6	17,8	17,6
Japón	605,9	600,8	357,2	(0,8)	7,7	4,7	3,8	3,3
China	631,1	968,8	738,1	53,5	53,7	4,8	6,2	6,8
Oriente Medio	83,9	111,7	63,8	33,2	9,1	0,6	0,7	0,6
Otros	836,3	1.093,1	756,2	30,7	28,3	6,4	7,0	7,0
África	68,3	67,2	48,8	(1,6)	42,8	0,5	0,4	0,4
Oceanía	44,9	36,0	14,3	(19,9)	(38,3)	0,3	0,2	0,1
Otros países	755,6	857,3	530,0	13,4	19,4	5,8	5,5	4,9
Total	13.029,7	15.628,9	10.868,1	19,9	28,0	100,0	100,0	100,0

1/ Incluye los Estados Unidos, Canadá y Puerto Rico.
Fuente: DANE y DIAN.

CUADRO R2.2
IMPORTACIONES SEGÚN DOCUMENTOS ÚNICOS DE IMPORTACIÓN. PAÍS DE ORIGEN CHINA 1/

	(Millones de dólares FOB)			Variación porcentual anual		Estructura porcentual		
	2003	2004	Jul-05	Jul-04	Jul-05	2003	2004	2005
I. Importaciones totales	631	969	738	53,5	53,7	100,0	100,0	100,0
II. Petróleo y sus derivados	6	8	5	28,7	29,3	0,9	0,8	0,6
III. Diferente a petróleo y sus derivados 2/	625	961	734	53,7	53,9	99,1	99,2	99,4
A. Sector agropecuario	6	6	4	5,1	3,5	1,0	0,7	0,6
B. Sector manufacturero	617	951	726	54,1	54,5	97,8	98,2	98,4
1. Productos alimenticios, bebidas y tabaco	2	2	2	11,8	87,2	0,3	0,2	0,3
2. Textiles e industrias de cuero	128	189	122	47,3	36,4	20,3	19,5	16,5
Ropa exterior para mujer y hombre	11	17	13	54,5	89,1	1,8	1,8	1,7
Demás productos	117	171	109	46,6	32,1	18,5	17,7	14,8
3. Industrias del papel y editorial	2	3	2	82,7	96,3	0,2	0,3	0,3
4. Industria química	96	153	117	59,9	45,0	15,2	15,8	15,8
5. Industrias de minerales no metálicos	13	20	18	48,8	74,7	2,1	2,1	2,4
6. Industrias metálicas básicas	9	17	18	81,6	-	1,5	1,7	2,4
7. Productos metálicos, maquinaria y equipo	273	448	371	64,3	60,4	43,2	46,2	50,3
Motores y sus partes	1	2	2	47,8	97,0	0,2	0,2	0,3
Bombas y sus partes	1	2	2	53,2	87,1	0,2	0,2	0,2
Máquinas automáticas numéricas	58	67	66	15,8	107,9	9,2	7,0	8,9
Rodamientos	4	4	2	18,5	(19,7)	0,6	0,4	0,3
Centrales de comunicación automática	16	19	24	21,2	-	2,5	2,0	3,2
Receptores de televisión y radiodifusión	63	135	118	115,9	71,7	9,9	14,0	16,0
Vehículos no ensamblados (CKD)	5	9	9	73,7	88,6	0,8	0,9	1,2
Partes de vehículos	2	5	5	138,1	75,7	0,3	0,5	0,6
Demás productos	122	179	137	47,5	55,8	19,3	18,5	18,6
8. Otras industrias	94	119	76	26,4	56,4	15,0	12,3	10,3
C. Sector minero	2	4	3	85,7	24,2	0,3	0,4	0,4

1/ Cifras provisionales.

2/ No incluye importaciones temporales, de corto plazo, reimportaciones, y otras.

Nota: Incorpora ajustes para balanza de pagos.

Fuente: DANE y DIAN.

CUADRO R2.3
EXPORTACIONES SEGÚN DOCUMENTOS ÚNICOS DE EXPORTACIÓN - CHINA 1/
(MILLONES DE DÓLARES FOB)

	Total		Acumulado a junio 2/		Variación % anual	
	2003	2004	2004	2005	Total 2004	Acumulado junio 2005
Exportaciones totales	83	137	70	116	66,4	66,0
I. Café	0	0	0	1	114,3	-
II. Carbón	2	0	0	0	-	-
III. Ferróníquel	38	80	37	82	110,1	121,3
IV. Petróleo y derivados	0	6	6	0	-	-
V. Exportaciones no tradicionales	43	51	27	33	19,8	25,8
A. Sector agropecuario	1	1	0	0	55,8	(5,1)
B. Sector industrial	42	50	26	33	18,6	27,9
Alimentos, bebidas y tabaco	0	1	0	1	210,6	-
Hilados y tejidos	2	1	1	0	(34,4)	(100,0)
Cuero y sus manufacturas	4	6	3	4	53,1	25,1
Industria química	10	6	4	4	(43,0)	(14,8)
Industria metales comunes	25	33	16	23	34,6	42,1
Maquinaria y equipo	1	1	1	1	88,2	(9,5)
Otras industrias 3/	1	1	0	0	25,8	-

1/ No incluye exportaciones temporales, reexportaciones y otras.

2/ Cifras provisionales.

3/ Incluye sector minero.

Fuente: DIAN y DANE.

desde 2004 (Cuadro R2.6). En términos de este indicador esto ocurre si las compras externas de productos chinos desplazan otras importaciones y/o los sectores *compensan* el aumento de las importaciones con incrementos en las ventas a otros destinos².

CUADRO R2.4
BALANCE COMERCIAL CON CHINA
(MILLONES DE DÓLARES)

	Total		A junio (*)	
	2003	2004	2004	2005
Exportaciones	83	138	70	116
Importaciones				
País de compra	186	333	175	250
País de origen	631	970	480	738
Balanza comercial				
Con país de compra	(103)	(196)	(105)	(134)
Con país de origen	(548)	(833)	(410)	(622)

(*) La información para exportaciones solo estaba disponible a junio en el momento de elaborar este documento.
Fuente: DIAN y DANE.

CUADRO R2.5
EXPORTACIONES DE CONFECCIONES CHINAS A LOS ESTADOS UNIDOS
EN LOS PRINCIPALES RENGLONES DE EXPORTACIÓN DE COLOMBIA A ESE MERCADO

	Cifras a julio Variación porcentual anual
Pantalones largos, pantalones con peto, pantalones cortos (calzones) y <i>shorts</i> de punto, de fibras sintéticas, para hombres o niños	584
Camisas de punto, de algodón, para hombres o niños	339
Sueteres (<i>jerseys</i>), <i>pullovers</i> , <i>cardigans</i> , sudaderas, chalecos y artículos similares, incluidos los <i>sous-pull</i> , de punto, de fibras acrílicas.	259
Prendas y complementos de vestir (accesorios) para bebés, de punto, de algodón	14
Chaquetas (sacos) de fibras sintéticas, para hombres o niños, excepto los de punto	83
Faldas y faldas-pantalón de algodón, para mujeres o niñas, excepto las de punto	490
Sostenes (corpiños), incluso de punto	35
<i>Panties</i> (incluso los que no llegan hasta la cintura) de punto, de algodón, para mujeres o niñas	1560
<i>Panties</i> (incluso los que no llegan hasta la cintura) de punto, de fibras sintéticas o artificiales, para mujeres o niñas	256
Pantalocillo para hombre	357
Pantalones de algodón para hombres	435
<i>T-shirts</i> y camisetas interiores de punto, de algodón	489
Total	116

Fuente: Departamento de Comercio de los Estados Unidos.

² Un ejemplo podría ser el caso de la creciente participación de las ventas de textiles y confecciones a Venezuela, que compensaría, al menos parcialmente, la pérdida de mercado en los Estados Unidos.

No obstante, en sectores como prendas de vestir y artículos de cuero se aprecia un deterioro importante del indicador de BCR frente a 2004. En algunos subsectores del grupo de productos metálicos, y de maquinaria y equipo también se observa un deterioro importante en el indicador de competitividad, en particular en el último año.

La producción bruta en varios de estos sectores ha mostrado una pérdida de dinamismo en 2005, especialmente en textiles, prendas de vestir e industrias del cuero. Esta pérdida de dinamismo puede estar relacionada, por lo tanto, con el avance de las exportaciones chinas tanto hacia Colombia como hacia otros mercados. Parte de este aumento puede haber sido exacerbado por la apreciación real del peso frente a países competidores.

Más aún, las importaciones de estos sectores participan en forma importante en el mercado doméstico. En algunos casos equivalen al 50% del consumo aparente doméstico (producción bruta + importaciones – exportaciones), como en el caso de algunas fibras textiles. En prendas de vestir es el 21% y en cuero y sus productos el 35% (Cuadro R2.7). Por lo tanto, la participación creciente de las importaciones provenientes de la China puede haber afectado las ventas domésticas en estos sectores.

En otros sectores, donde las compras de productos fabricados en China han crecido fuertemente, también hay una alta participación de las importaciones en las ventas domésticas. Así por ejemplo, en químicos las compras externas constituyen más del 50% del consumo aparente doméstico. En estos casos, sin embargo, la participación china es todavía marginal o menos importante, y, por lo tanto, la pérdida de dinamismo de la producción nacional (como ha ocurrido en químicos) no estaría asociada a la competencia con China. En el caso de productos metálicos y de maquinaria y equipo probablemente es necesario hacer evaluaciones más desagregadas a nivel sectorial, con el fin de identificar los segmentos en los cuales la producción nacional efectivamente competiría con los productos importados de China, como parece ser el caso de algunos subsectores de la fabricación de maquinaria eléctrica.

CUADRO R2.6
INDICADOR DE COMPETITIVIDAD PARA ALGUNOS SECTORES DE LA INDUSTRIA (*)

Descripción CIIU	Cifras a junio		
	2003	2004	2005
Hilados tejidos y fabricación de textiles	(0,19)	(0,08)	(0,05)
Prendas de vestir	0,85	0,85	0,81
Curtidos y prendas de cuero	0,52	0,56	0,44
Industrias del papel y editorial	0,00	0,02	(0,03)
Químicos	(0,45)	(0,43)	(0,46)
Productos metálicos, maquinaria y equipo	(0,78)	(0,70)	(0,76)

(*) Balanza comercial relativa = $(X-M)/(X+M)$.
Fuente: DIAN y DANE. Cálculos Banco de la República.

CUADRO R2.7
PARTICIPACIÓN DE LAS IMPORTACIONES EN LA OFERTA TOTAL^{1/}
Y EL CONSUMO APARENTE EN COLOMBIA ^{2/}
(2002)

Productos	Imp. / (PB + Imp.)	Imp. / (PB + Imp. - Exp.)
Hilados e hilos; tejidos de fibras textiles	24,6	33,9
Artículos textiles (excepto prendas de vestir)	28,3	55,8
Tejidos de punto o ganchillo; prendas de vestir	9,2	20,5
Cuero y productos de cuero; calzado	19,9	34,7
Productos químicos básicos y elaborados (excepto productos de plástico y caucho)	33,5	49,7
Metales comunes y productos metálicos elaborados, excepto maquinaria y equipo	25,9	34,1
Maquinaria para usos generales y especiales	50,7	75,3
Otra maquinaria y suministro eléctrico	59,6	86,1
Equipo de transporte	45,9	64,4

1/ Producción bruta + importaciones.

2/ Producción bruta + importaciones - exportaciones.

Imp.: importaciones.

PB: producción bruta.

Exp.: exportaciones.

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

RELACIÓN ENTRE PRODUCTIVIDAD, SALARIOS E INFLACIÓN*

Mario Nigrinis**

Una medida de la intensidad con que está siendo utilizado el factor trabajo es el producto por trabajador. Este puede crecer debido a un aumento en la productividad o porque los trabajadores aumentan su jornada laboral (generalmente mediante horas extras).

Cuando la productividad es la que explica el incremento en el producto por trabajador, la curva de costo marginal de la economía se desplaza (hacia afuera). Como consecuencia, la producción aumenta sin que el precio de los bienes se modifique. En el mercado de factores se observaría un aumento del salario (aunque para el caso de competencia imperfecta esta variación no es necesariamente uno a uno con el cambio de la productividad) que no tendrá efectos sobre el costo laboral unitario, pues es compensado por el aumento en la productividad del trabajo. De esta manera se presenta una fase expansiva del ciclo económico, en el que el aumento de los salarios no genera presiones inflacionarias.

Por otra parte, si el incremento en el producto por trabajador se explica por un aumento en las horas trabajadas, este puede llegar a traducirse en un indicador de presiones inflacionarias según las condiciones del mercado laboral. Teniendo en cuenta los costos de ajuste y de despido, el factor trabajo generalmente no es flexible. Por esta razón, cuando las empresas observan un aumento en sus pedidos, primero ajustan su producción mediante el uso de horas extras, lo cual incrementa sus costos marginales y reduce su margen de ganancias. Si ese nuevo nivel de pedidos se mantiene, las firmas tienen incentivos para aumentar su demanda por trabajo. Si el mercado laboral es holgado, las empresas no tendrán inconveniente para ampliar su planta de personal, reducirán el uso de horas extras, disminuirán sus costos marginales y recuperarán su margen de ganancia. En este caso no se esperan aumentos del salario, el costo laboral unitario permanece constante y no hay presiones inflacionarias. Por el contrario, si el mercado laboral está estrecho, las firmas tendrán dificultades para aumentar su planta de personal y seguirán acudiendo al uso de horas extras para atender sus pedidos. Lo anterior implicará un aumento en los salarios que no será compensado por ganancias en productividad. Como consecuencia, el costo laboral unitario aumenta y se presentan presiones inflacionarias.

* Algunas referencias sobre este tema son: Woodford M.; Rotemberg, J. (1999). "The Cyclical Behavior of Prices and Costs", en *NBER*, Documento de trabajo, No. 6909, y varios de los informes sobre inflación del Banco de Inglaterra.

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

II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

Los pronósticos de crecimiento de la economía para 2005 y 2006 han aumentado frente a los informes anteriores. Es mayor la probabilidad de que se presenten presiones inflacionarias de demanda en 2006.

Las perspectivas de crecimiento mundial para lo que resta del año y para 2006 son favorables. Sin embargo, el aumento en los precios del petróleo ha incrementado los riesgos sobre el crecimiento y especialmente sobre la inflación. La solidez de la economía mundial y el aumento en las expectativas de inflación hacen prever que la política de mayores tasas de interés externas continúe. A pesar ello, no se espera un recorte drástico de la liquidez internacional.

En este contexto, el panorama externo seguirá favorable para las economías emergentes y para los países latinoamericanos en particular. Ello se reflejará en términos de intercambio altos, una demanda mundial dinámica y flujos externos de capitales hacia las economías emergentes. En estas condiciones se puede esperar que la economía colombiana mantenga el dinamismo que ha observado en los últimos dos años, así como una menor tendencia a la depreciación del tipo de cambio promedio en 2006, frente a lo esperado en informes anteriores.

Con la información disponible se subió el pronóstico de crecimiento de Colombia para 2005. Tanto en lo que resta del año como en 2006, el crecimiento seguirá impulsado por la demanda interna, con incrementos importantes del consumo de los hogares y de la inversión.

En este informe se considera significativamente que ha aumentado la probabilidad de que se presenten presiones inflacionarias de demanda a partir de 2006. Sin embargo, hay otros factores que tenderían a compensar parcialmente estas presiones: por un lado los pronósticos de una inflación baja y decreciente de transables, y por otro lado, la considerable reducción que tendría lugar en la inflación de alimentos en ese año. Sin embargo, este último factor es particularmente incierto y los errores de pronóstico son usualmente altos.

A. CONTEXTO EXTERNO Y TIPO DE CAMBIO

1. Condiciones generales

Las perspectivas de crecimiento mundial para lo que resta del año y para 2006 son favorables, aunque menores a las observadas en 2004. El crecimiento en 2006

Las perspectivas de crecimiento mundial para lo que resta del año y para 2006 son favorables

seguirá liderado por la economía de los Estados Unidos y China, con una dinámica moderada en la zona del euro y Japón. El principal riesgo sobre el crecimiento y la inflación en la economía mundial es la posibilidad de aumentos mayores en los precios del petróleo.

El crecimiento esperado para la economía de los Estados Unidos sigue siendo alentador (3,5% en 2005 y 3,3% en 2006) (Cuadro 4). A pesar de la caída transitoria durante la temporada de huracanes, el incremento en el gasto público durante el período de reconstrucción debe compensar la caída transitoria en la demanda y la producción. El crecimiento en 2006 estaría impulsado por el aumento en la inversión, la solidez financiera de las empresas y el aumento en los beneficios corporativos. De otro lado, el mayor riesgo es el aumento en los precios del petróleo, que podría tener un efecto mayor al que ha tenido hasta ahora sobre el consumo de los hogares y la inflación.

Para Japón las expectativas de crecimiento son favorables aunque muy inferiores a las observadas para los Estados Unidos. Para finales de este año y el próximo se espera que la demanda interna continúe impulsando el crecimiento. En la zona del euro las expectativas son muy inferiores a las esperadas para la economía de los Estados Unidos y Japón. Si bien en lo corrido del año aquella ha mostrado una mejora, su crecimiento es aún muy débil. En el próximo año el incremento en la demanda mundial debe continuar favoreciendo sus exportaciones y un repunte

CUADRO 4

PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO PARA LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES

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

(*) Cálculo balanza de pagos según exportaciones no tradicionales.
Fuente: Datastream-Concensus.

tanto en la inversión como en el consumo. Sin embargo, la alta carga tributaria, las rigideces laborales y la falta de reformas estructurales no permiten prever un dinamismo importante en el mediano y largo plazos para las economías industrializadas de la zona del euro (Cuadro 4).

Los países asiáticos, impulsados principalmente por la economía china, siguen mostrando un buen crecimiento. Para este país se espera un crecimiento de 9,1% en 2005 y de 8,1% en 2006 (Cuadro 4). Como se mencionó en el informe anterior, la decisión de una apreciación moderada, adoptada por las autoridades chinas (hace tres meses), se ha interpretado como el comienzo de una flexibilización gradual de su tipo de cambio. Sin embargo, no se esperan cambios importantes en este frente en lo que resta del año.

En informes anteriores no se estimaban efectos importantes sobre el crecimiento y la inflación mundiales en 2006 por cuenta de los altos precios del petróleo. Este escenario suponía que no había incrementos adicionales en los precios del crudo (y de hecho suponía alguna corrección a la baja). Este supuesto no se ha cumplido. Los pronósticos para el precio del petróleo han aumentado nuevamente. Según la Agencia Internacional de Energía (AIE) para lo que resta del año y para 2006 se prevé un precio de la West Texas Intermediate (WTI) de alrededor de US\$64 por barril (frente a US\$58 que se esperaba hace tres meses). Estos pronósticos son el resultado de una fuerte demanda mundial, una débil oferta de los países por fuera de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) (como México y Rusia) y bajos excesos de capacidad de los países de esa organización. A esto se suman los continuos riesgos geopolíticos, como la insurgencia en Iraq y problemas potenciales en países como Nigeria y Venezuela, que incrementan los riesgos en el mercado del crudo.

De otro lado, los pronósticos de precios de los productos básicos sin petróleo han mejorado con respecto a lo esperado hace tres meses. La fuerte demanda externa, especialmente de China, ha mantenido en niveles relativamente altos los precios de las materias primas (*Industrial Row Materials*), de los cuales se destacan los precios de los metales. Según los pronósticos de *The Economist Intelligence Unit*, el índice de los productos básicos del World Commodity Forecast (WCF) presentará un crecimiento de 2,1% en 2005, por encima de lo esperado hace tres meses (-1,9%), y una caída moderada en 2006 (-2,2%), menor a la esperada hace tres meses (-3,6%) (Gráfico 48).

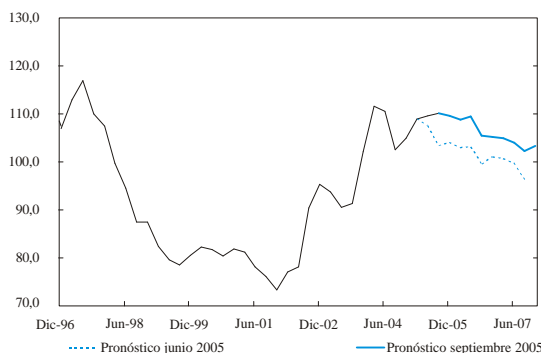
El aumento en los precios del petróleo ha incrementado los riesgos sobre el crecimiento y especialmente sobre la inflación. Aunque hasta el momento las presiones inflacionarias han sido moderadas, se ha empezado a observar un aumento de las expectativas de inflación para los Estados Unidos y otros países, lo cual se refleja en el aumento reciente de las tasas de interés de largo plazo.

Los pronósticos para el precio del petróleo han aumentado nuevamente...

...al igual que los precios de otros productos básicos exportados por Colombia.

GRÁFICO 48

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



Fuente: Economist Intelligence Unit.

La solidez de la economía mundial y el aumento en las expectativas de inflación hacen prever que la política de mayores tasas de interés externas continúe.

La solidez de la economía mundial y el aumento en las expectativas de inflación hacen prever que la política de mayores tasas de interés externas continúe. En este contexto la Reserva Federal mantendría su política de incrementos graduales de tasas, y para finales de 2005 se espera que la tasa de referencia se ubique en 4,25%. Para 2006 aumentaría a 4,75%, por encima de lo considerado en el informe anterior (4,0%).

A pesar del aumento en las tasas externas, no se espera un recorte drástico de la liquidez internacional. Esto se explica por dos razones: 1) los ajustes en las tasas continúan moderados y se mantienen dentro de los niveles previstos por los mercados (siempre y cuando no se presenten presiones inflacionarias excesivas en los Estados Unidos), y 2) la abundante liquidez internacional se explica por importantes excedentes de ahorro mundial originados principalmente en China, Japón, los países exportadores de petróleo e incluso Europa. Estos excedentes parecen obedecer a razones estructurales (altas tasas de ahorro y sesgo exportador en China y bajas tasas de inversión en el sudeste asiático, Japón y países petroleros) que no deberían revertirse rápidamente¹⁵.

Lo anterior descarta la posibilidad de salidas importantes de flujos de capital de las economías emergentes, incluidas las de América Latina, para lo restante de 2005 y 2006, aunque el aumento de tasas externas podría ir acompañado de una subida moderada de las primas de riesgo-país en América Latina.

En este contexto, el panorama externo seguirá siendo favorable para los países latinoamericanos y para Colombia en particular. Los términos de intercambio seguirán altos, especialmente para los países exportadores de petróleo como Colombia; el crecimiento mundial seguirá permitiendo la expansión de las exportaciones y se mantendrán los flujos de capitales hacia la región. Aunque hay riesgos importantes, la región (incluida Colombia) es menos vulnerable actualmente a interrupciones abruptas en los flujos de capital.

El pronóstico de crecimiento para los socios comerciales de Colombia (ponderado por exportaciones no tradicionales) es 4,3%, en 2005 (frente a 3,8% en el último informe), y 3,5% en 2006 (Cuadro 4). Las perspectivas de crecimiento han aumentado especialmente para Venezuela, debido al incremento en los precios del petróleo. Sin embargo, en el caso de Ecuador el crecimiento esperado es menor, como resultado de la disminución en la producción de petróleo y los problemas sociales y políticos de este país. Adicionalmente en el largo plazo, la fuerte dependencia de estas economías con respecto a los precios del petróleo aumenta la incertidumbre sobre un crecimiento sostenible.

Este contexto externo continúa teniendo importantes riesgos. Como ya se ha mencionado, los aumentos adicionales y no previstos en el precio del petróleo, por causa de una demanda mundial excesivamente dinámica o por choques negativos de oferta, harían esperar una mayor inflación, y mayores aumentos en las tasas de interés

A pesar del aumento en las tasas externas, no se espera un recorte drástico de la liquidez internacional.

¹⁵ *The Economist* del 24 de septiembre de 2005.

externas, lo que conduciría un menor crecimiento mundial. El efecto en las economías emergentes se sentiría, posiblemente, a través de menores flujos de capital y menor crecimiento de las exportaciones. Sin embargo, para países exportadores de petróleo como Colombia, el impacto es menos claro y podría ser neutro (o incluso positivo).

En 2006 el crecimiento mundial seguirá mostrando importantes desequilibrios macroeconómicos. Las posibilidades de corrección son limitadas (el déficit fiscal y en cuenta corriente en los Estados Unidos pueden incrementarse en 2006 por los efectos de los huracanes y el aumento en los precios del petróleo). Dicha situación genera incertidumbre acerca de qué tan brusco sería el tipo de ajuste que operaría en la economía mundial y cuándo comenzaría a darse. Sin embargo, los excesos de ahorro permiten confiar en que la corrección podría tardar y se daría de forma gradual. Aún así, existe la posibilidad de una corrección brusca, en especial cuando los ajustes de los desbalances en los Estados Unidos se han estado postergando.

El auge de la finca raíz en los Estados Unidos, que ha sostenido gran parte del mayor dinamismo del consumo de los hogares, podría revertirse ante fuertes aumentos de tasas de interés, y desencadenar así efectos desestabilizadores importantes para el crecimiento de la economía norteamericana y mundial.

Finalmente, no se puede descartar un aumento en la incertidumbre en América Latina, asociada al nuevo ciclo electoral, como se ha visto en otras ocasiones. Sin embargo, el panorama externo, y los mejores fundamentales macroeconómicos pueden contribuir a reducir esta incertidumbre.

2. Proyecciones de la balanza de pagos para Colombia

El crecimiento esperado de la demanda externa para el próximo año y el aumento en los pronósticos del precio del petróleo han mejorado los precios de los principales bienes de exportación de Colombia (Cuadro 5).

Para países exportadores de combustibles como Colombia, el impacto de los altos precios del petróleo podría ser neutro (o incluso positivo).

CUADRO 5

PRECIOS INTERNACIONALES

	Promedio 2004	Proyección 2005		Proyección 2006	
		actual 1/	anterior 2/	actual 1/	anterior 2/
Café (<i>ex dock</i>) (dólares por libra)	0,9	1,2	1,2	1,1	1,1
Petróleo (dólares por barril)	37,3	47,9	43,9	54,4	43,9
Carbón (dólares por tonelada)	36,1	47,9	44,5	47,9	44,5
Ferróniquel (dólares por libra)	2,3	2,6	2,6	2,3	2,3
Oro (dólares por onza <i>troy</i>)	409,3	433,8	423,1	452,7	423,6

1/ Balanza de pagos estimada en septiembre de 2005.

2/ Balanza de pagos estimada en junio de 2005.

Fuente: Banco de la República.

Con la información disponible se subió el pronóstico de crecimiento para 2005

Para 2005 se prevé un déficit en cuenta corriente de 1,0% del PIB y una apreciación promedio de 11,5%, lo que supone que la tasa representativa del mercado (TRM) se mantendrá en niveles similares a los actuales.

Para 2006 los pronósticos de la balanza de pagos dependen crucialmente de los supuestos de flujos de capital y de los términos de intercambio. Bajo el supuesto de un contexto externo favorable, se considera que los términos de intercambio seguirán altos y que los flujos de capitales continuarán llegando a Colombia y a otras economías emergentes. En particular, se esperan flujos de inversión extranjera directa (IED) en montos similares (en términos netos) a los observados en 2005, y un endeudamiento externo neto del sector público positivo (a diferencia de lo que ocurrió en 2005). En conjunto, este escenario se reflejaría en una menor tendencia a la depreciación del tipo de cambio promedio en 2006 frente a lo esperado en informes anteriores.

B. CONTEXTO INTERNO

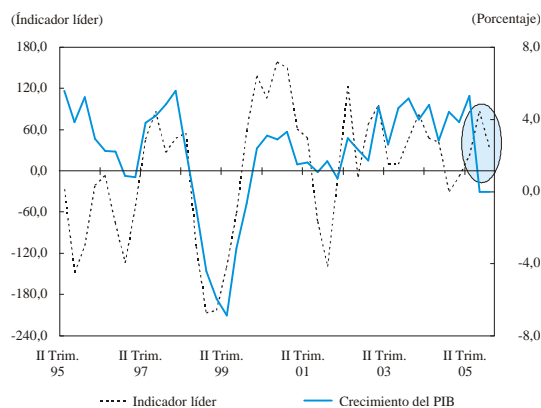
1. La economía en el segundo semestre de 2005

Para lo que resta de 2005 las perspectivas son positivas en materia de crecimiento. Con la información disponible se subió el pronóstico de crecimiento para 2005 de niveles entre 4,0% y 4,2% a un rango entre 4,5% y 4,7%. De esta manera, el crecimiento del primer semestre (4,5%) podría acelerarse ligeramente en la segunda mitad del año.

El indicador líder de la actividad económica muestra una aceleración del segundo al tercer trimestre de 2005, y una desaceleración posterior en el cuarto trimestre (Gráfico 49)¹⁶.

GRÁFICO 49

ÍNDICADOR LÍDER DE ACTIVIDAD ECONÓMICA Y CRECIMIENTO DEL PIB

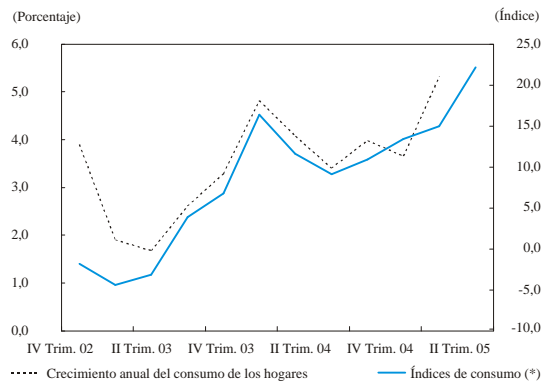


Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

El crecimiento seguirá impulsado por la demanda interna, principalmente por el consumo de los hogares, el cual continuaría acelerándose en el segundo semestre de 2005. A este resultado deben contribuir la amplia liquidez y la posibilidad de financiamiento de los hogares (reflejado en el gran dinamismo de los créditos de consumo), las bajas tasas de interés reales, la disminución del desempleo, el crecimiento del ingreso disponible real y la confianza de los consumidores que ha

¹⁶ Este indicador se construye a partir de variables como actividad económica y pedidos de la EOE de Fedesarrollo, producción de cemento, índice de producción industrial real, empleo de obreros en la industria, crecimiento del efectivo real, demanda de energía y gas, importaciones de bienes intermedios y de capital, y cartera.

**CRECIMIENTO ANUAL DEL CONSUMO DE LOS HOGARES
E ÍNDICES DE CONSUMO, DE FEDESARROLLO**



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

mejorado permanentemente durante el año, de acuerdo con los indicadores de la encuesta de consumo, de Fedesarrollo. En efecto, el promedio de los índices de consumo, de condiciones y de expectativas de dicha encuesta sugiere que el consumo de los hogares se aceleraría en el tercer trimestre del año (Gráfico 50).

De otro lado, el crecimiento del consumo de las administraciones públicas continuaría aportando a la buena dinámica del PIB. Actualmente se espera un crecimiento de 5% para el año (frente a 3% en el informe anterior). En buena medida esto está respaldado en la situación financiera holgada de los gobiernos regionales y locales.

En cuanto a la inversión privada (sin obras civiles) se puede esperar una tasa de crecimiento anual un poco menor en la segunda mitad del año frente a lo observado en el primer semestre, en especial por una base de comparación más alta en la segunda mitad de 2004. En particular, se proyecta alguna desaceleración en la construcción de obras civiles, mientras que la inversión más dinámica continuará siendo la dirigida a la compra de maquinaria y equipo, y equipo de transporte.

En este Informe se espera una pérdida de dinamismo de las exportaciones en el segundo semestre, de acuerdo con los resultados de modelos de proyecciones del Banco. La desaceleración del crecimiento anual de las exportaciones no tradicionales también se explicaría por una alta base de comparación frente a las ventas realizadas a países como Venezuela en el segundo semestre de 2004 y, posiblemente, al efecto de la apreciación real del tipo de cambio en los últimos dos años. Adicionalmente, algunos sectores industriales enfrentarían una mayor competencia internacional por parte de los países asiáticos. Igualmente, algunos productos de exportación tradicionales podrían tener pequeñas caídas en términos reales en el segundo semestre debido a una base alta de comparación, como en el caso del café.

Dado lo anterior, el crecimiento de las exportaciones (en términos reales) en 2005 sería de 7,7%, mientras que las importaciones crecerían cerca del 25,0%. Lo anterior implica un aporte negativo de la demanda externa neta al crecimiento de 2005 (Cuadro 6).

El crecimiento seguirá impulsado por los sectores no transables. En el segundo semestre se espera una aceleración de la construcción de edificaciones y vivienda, del comercio y del transporte (Gráfico 51 y Cuadro 7).

Por otro lado, el comportamiento de los sectores transables se verá influido por una desaceleración en el crecimiento de los sectores minero y agropecuario. El

El crecimiento seguirá impulsado por la demanda interna.

PROYECCIÓN DEL PIB REAL POR TIPO DE GASTO
(PORCENTAJE)

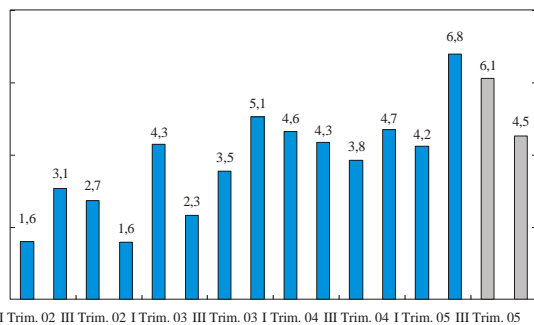
	2004	2005						2006	
		I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	I Sem.	II Sem.		Año
Consumo final	3,9	3,6	6,0	5,2	4,8	4,8	5,0	4,9	5,2
Hogares	4,1	3,7	5,3	5,4	5,4	4,5	5,4	5,0	5,3
Gobierno	3,3	3,4	8,0	4,8	2,9	5,7	3,8	4,8	5,0
Formación bruta de capital	12,6	16,0	24,7	32,8	17,0	20,4	24,4	22,6	21,7
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	13,3	17,5	22,0	15,4	8,7	19,8	11,9	15,6	14,6
FBCF sin obras civiles	22,5	12,8	25,3	16,3	11,7	19,0	13,9	16,3	15,8
Obras civiles	(19,1)	46,9	5,4	10,3	(5,8)	24,0	1,6	11,7	8,0
Demanda interna	5,4	5,8	9,4	10,5	7,3	7,6	8,9	8,2	8,8
Exportaciones totales	9,9	13,0	7,8	6,2	4,5	10,3	5,3	7,7	0,1
Importaciones totales	17,3	22,7	28,5	29,5	18,5	25,7	23,8	24,6	18,8
Producto interno bruto	4,0	3,9	5,3	5,4	4,1	4,6	4,8	4,7	4,5

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

GRÁFICO 51

PIB DE NO TRANSABLES

(Porcentaje)



Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

primero reducirá su dinamismo debido a la disminución normal de la producción de petróleo que probablemente no alcanzará a ser compensada por el crecimiento de la producción de carbón. El sector agropecuario reduciría levemente su tasa de crecimiento debido, principalmente, a que el café se enfrenta en el último trimestre del año a una base de comparación más alta que coincide con el inicio del año cafetero 2005/2006 (Cuadro 7).

La mayor incertidumbre dentro del agregado de sectores transables la presenta la industria manufacturera. Este sector ha mostrado síntomas ambivalentes en lo que va del segundo semestre. El crecimiento acumulado entre julio y agosto para la muestra mensual manufacturera del DANE, de 2,8%, presenta una pequeña aceleración frente al crecimiento del primer semestre del año (1,9%). Para el segundo semestre el pronóstico de crecimiento industrial es de 3,5% (Gráfico 52 y Cuadro 7).

2. Perspectivas para 2006

Varios factores fundamentales permiten esperar que la economía mantenga el dinamismo que ha observado en los últimos dos años. Esto se deriva de las mejores

PROYECCIONES PIB REAL POR SECTORES
(PORCENTAJE)

	2004	2005						
		I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	I Sem.	II Sem.	Año
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,5	3,2	2,8	3,2	2,6	3,0	2,9	3,0
Explotación de minas y canteras	2,2	5,0	1,7	4,2	(0,2)	3,3	1,9	2,6
Electricidad, gas y agua	2,5	0,8	4,2	3,5	3,0	2,5	3,2	2,9
Industria manufacturera	4,7	(0,9)	4,7	3,3	3,7	1,9	3,5	2,7
Construcción	9,7	10,7	7,8	5,9	1,4	9,2	3,6	6,2
Edificaciones	30,4	(2,4)	8,9	4,0	5,0	3,0	4,5	3,8
Obras civiles	(19,3)	47,6	5,4	10,3	(5,8)	24,2	1,6	11,8
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	5,9	7,7	10,2	10,2	8,6	9,0	9,4	9,2
Transporte, almacenamiento y comunicación	5,0	3,5	5,6	6,2	5,7	4,5	6,0	5,2
Establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas	4,3	(2,5)	9,8	2,6	1,7	3,4	2,2	2,8
Servicios sociales, comunales y personales	2,7	2,8	6,3	4,8	2,9	4,5	3,8	4,2
Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente	12,1	(13,7)	51,6	4,1	0,0	11,4	2,1	6,5
Subtotal valor agregado	3,8	3,3	4,7	4,7	3,6	4,0	4,2	4,1
Impuestos menos subsidios	7,1	12,0	12,9	15,3	11,0	12,5	13,1	12,8
Producto interno bruto	4,0	3,9	5,3	5,4	4,1	4,6	4,8	4,7

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

condiciones externas esperadas para 2006, frente a lo reportado en informes anteriores, y de la buena dinámica mostrada por la demanda interna.

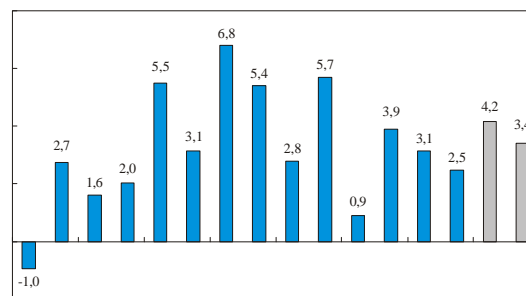
Como ya se señaló, los pronósticos de los términos de intercambio para Colombia en 2006 aumentaron con respecto a los niveles observados en el primer semestre de 2005, la demanda mundial seguiría creciendo a buen ritmo, las primas de riesgo permanecerían en niveles relativamente bajos (si bien pueden aumentar con respecto a los niveles actuales), y no se esperan salidas de capitales.

Sin restricciones importantes de liquidez ni de financiamiento, la fuente del crecimiento sería la demanda interna, en mayor grado que en 2004 y 2005, con aumentos importantes del consumo de los hogares y de la inversión (Cuadro 6). Por el contrario, no se espera una contribución significativa de las exportaciones, que crecerían a tasas inferiores a las del PIB, como consecuencia de un menor crecimiento de los socios comerciales en 2006 (frente al crecimiento observado en 2005) y del comportamiento de la tasa de cambio real.

GRÁFICO 52

PIB TRIMESTRAL
(CRECIMIENTO ANUAL)

(Porcentaje)



I Trim. 02 III Trim. 02 I Trim. 03 III Trim. 03 I Trim. 04 III Trim. 04 I Trim. 05 III Trim. 05

Fuente: DANE. Cálculos del Banco de la República.

Para el consumo del Gobierno y obras civiles se proyecta un crecimiento de 5% y 8%, respectivamente, en 2006.

C. PRONÓSTICO DE INFLACIÓN

1. Supuestos externos

En los Estados Unidos se han aumentado los riesgos de mayor inflación...

En el tercer trimestre hubo algunos cambios en el panorama económico mundial frente a lo previsto en el informe de junio. El más importante fue el aumento adicional y no anticipado en los precios del petróleo de US\$58 a US\$64 por barril.

Los nuevos pronósticos obligan a reconocer que han aumentado los riesgos de mayor inflación a nivel global y de menor crecimiento. Estos efectos se sentirían, principalmente, en las economías desarrolladas, fuertemente dependientes de las importaciones de petróleo, y en los países emergentes no productores.

... lo cual conducirá a incrementos en la tasa de interés de la Fed a 4,75 en 2006.

En términos de condiciones financieras internacionales, los aumentos en los riesgos de inflación conducirán, seguramente, a incrementos en las tasas de interés superiores a los previstos en el informe de junio. En este frente los mercados han empezado a ajustar hacia arriba sus pronósticos. En el informe actual se aumentó la tasa de corto plazo esperada para los Estados Unidos en 2006 a 4,75%, 75 pb por encima del supuesto utilizado anteriormente.

Si estos incrementos aceleran el aumento en las tasas de interés de largo plazo, podría existir un riesgo sobre los flujos de financiamiento hacia los países emergentes, en caso de que los mercados no hayan descontado dichos ajustes.

No obstante los nuevos obstáculos que se vislumbran para el crecimiento mundial, para este informe aún no se considera que estemos en un punto de quiebre en las condiciones externas, por lo menos en lo que a Colombia compete. En particular, los pronósticos de los términos de intercambio para Colombia, para 2006, se han aumentado frente a lo considerado en el informe anterior.

Probablemente la mayor incertidumbre recae sobre lo que sucederá con las disponibilidades de financiamiento internacional para Colombia y otros países emergentes. Sin embargo, con los ajustes esperados en las tasas de interés, estas se mantendrían dentro de rangos moderados en términos históricos. Además, el Gobierno colombiano se encuentra virtualmente financiado en moneda extranjera para el próximo año, y sólo están pendientes desembolsos de multilaterales que constituyen fuentes seguras.

Sin embargo, no se considera que vaya a haber un cambio fundamental en los flujos de capital hacia Colombia.

De otro lado, como se desprende del análisis presentado en los capítulos anteriores, los flujos de capitales estarían hoy en día impulsados por excesos de ahorro mundial de origen estructural que no desaparecerían fácilmente, pese al aumento en las tasas. Aunque se mantiene el riesgo de los desbalances macroeconómicos en los Estados Unidos junto con una posible “destorcida” en los precios de la finca

raíz en ese país, no se espera una corrección brusca en ninguno de estos frentes, por lo menos en 2006.

Teniendo en cuenta lo anterior, los pronósticos que se presentan en este Informe consideran, para 2006, una inversión extranjera neta similar a la que se espera para todo 2005. Dicho monto, aunque alto frente a los observados en los últimos cinco o seis años, es inferior a las cifras récord observadas en la segunda mitad de los noventa.

En conjunto, los factores anteriores hacen prever menores presiones hacia la depreciación del tipo de cambio para 2006 que lo anticipado hace tres meses.

2. Supuestos internos

En el frente interno, el cambio de mayor relevancia en este Informe tiene que ver con el aumento de los pronósticos de crecimiento para la segunda mitad de 2005 y para 2006. En particular, en los pronósticos de inflación actuales se utiliza un supuesto de crecimiento para 2005 de 4,7%, el cual implica un crecimiento para el segundo semestre del año de 4,8%, un poco por encima de lo medido por el DANE para el primer semestre (4,6%).

No se esperan cambios importantes en estas condiciones internas y externas para 2006. Los factores de mayor riesgo provienen del frente externo, pero, como argumentamos en la sección anterior, su efecto neto no sería negativo. Así, se espera un crecimiento de 4,5% para ese año. La demanda interna sería el principal motor de crecimiento en lo que resta del año y en 2006.

Un cambio importante en este informe frente al de junio corresponde al papel que desempeñará el consumo privado en los próximos trimestres. En informes anteriores los pronósticos sobre su crecimiento eran conservadores dado el pobre record histórico reciente. Sin embargo, el repunte observado en el segundo trimestre, acompañado de mejoras adicionales en las condiciones laborales y de condiciones crediticias favorables, hacen factible esperar un mayor dinamismo en este segmento de la demanda.

Una mejor dinámica observada y prevista ha llevado a cerrar la brecha de manera importante frente a lo considerado en los informes anteriores. En dichas ocasiones se había reiterado la gran incertidumbre que acompañaba la estimación de este indicador y se señalaba que los riesgos eran hacia una brecha más cerrada. De acuerdo con el análisis efectuado en la Sección E del Capítulo I de este Informe, dichos riesgos se han materializado con la fuerte aceleración del crecimiento en el segundo trimestre y con los aumentos en los pronósticos para 2005 y 2006 entre otros factores.

3. Pronósticos de inflación

Como es usual, los pronósticos de inflación que se presentan en este informe se efectuaron con base en el modelo de mecanismos de transmisión (MMT). También,

Se prevé una menor presión hacia la depreciación del tipo de cambio en 2006.

En los pronósticos de inflación se utiliza un supuesto de crecimiento de 4,7% para 2005 y de 4,5% para 2006.

En los próximos trimestres el consumo privado jugará un papel más importante.

Se estima un mayor cierre de la brecha del producto frente a lo previsto en informes anteriores.

La inflación en diciembre de 2005 estaría dentro del rango-meta establecido por la JDBR.

como en oportunidades anteriores, para los primeros dos trimestres se utilizaron pronósticos de inflación de corto plazo, obtenidos a partir de diversos modelos satélite que tienen un mayor poder de predicción en estos horizontes.

Como siempre, es necesario advertir que los pronósticos de mediano y largo plazo del modelo consideran una tasa de interés endógena. Es decir, son los que se obtienen cuando la política monetaria actúa para garantizar las metas de inflación de largo plazo, que en el caso de Colombia es de 3% (el punto medio del rango entre 2% y 4%). También vale la pena señalar que el modelo central está calibrado para que los cambios en la postura de la política monetaria tengan un efecto máximo sobre la inflación en un horizonte de seis trimestres. Los efectos de los cambios en la política monetaria son mucho menores en horizontes de tres trimestres o menos, aunque los cambios en la política pueden afectar las expectativas de inflación.

Los principales resultados del modelo se resumen en el Cuadro 8. De acuerdo con los modelos satélites de corto plazo, la inflación total al consumidor, en diciembre de 2005, sería de 5,2%, dentro del rango meta establecido por la JDBR (entre 4,5% y 5,5%). Este resultado, sin embargo, supone un cambio significativo en el pronóstico puntual de la inflación respecto a lo presentado en el informe anterior (4,7%). Igualmente, contempla una tendencia creciente para la inflación total, por lo menos en el corto plazo, a diferencia de lo esperado en junio.

La razón fundamental para este cambio en los pronósticos radica en el nuevo comportamiento previsto para la inflación anual de alimentos, como consecuencia de la tendencia observada por aquellos de origen perecedero, entre julio y septiembre. Ahora, los modelos del Banco esperan que la inflación anual del grupo (perecederos y no perecederos) aumente un poco más en lo que queda del año y se sitúe, en diciembre, en 6,8%. Esto contrasta con la tendencia decreciente sugerida en los informes anteriores. Sin embargo, no se descartan sorpresas desfavorables

CUADRO 8

**PRONÓSTICOS DEL MODELO CENTRAL (MMT)
(PORCENTAJE)**

	Inflación total del consumidos	Inflación de alimentos	Inflación sin alimentos	Inflación sin alimentos			Brecha del producto
				De no transables	De transables	De regulados	
Sep-05	5,0	6,3	4,4	4,6	2,0	8,9	(0,5)
Dic-05	5,2	6,7	4,5	4,7	2,1	8,9	(0,4)
Mar-06	4,6	4,6	4,6	5,0	2,0	8,3	(0,1)
Jun-06	4,3	4,0	4,5	5,0	1,8	7,9	0,2
Sep-06	4,0	3,3	4,3	4,8	1,4	9,2	0,3
Dic-06	3,7	3,5	3,9	4,6	1,1	8,8	0,4
Mar-07	4,2	4,7	4,1	4,6	1,7	8,4	0,3
Jun-07	4,0	4,1	4,0	4,5	1,9	7,7	0,2
Sep-07	4,0	4,0	4,0	4,4	2,2	7,4	0,0

Fuente: Banco de la República.

al cumplimiento de la meta por cuenta de estos precios dado su comportamiento altamente volátil.

No obstante lo anterior, el aumento en la inflación del grupo tendería a ser transitorio. Así, el quiebre en la tendencia de la inflación anual de alimentos, que se había proyectado a partir de septiembre u octubre de 2005, se aplazaría para el primer trimestre del próximo año (véase Capítulo I).

Por el contrario, los pronósticos para la inflación sin alimentos a diciembre de 2005 no tuvieron grandes cambios. El valor esperado actualmente es de 4,5%, un poco por encima del pronóstico de hace tres meses (4,4%). El grueso del cambio se explica por un aumento de la inflación de no transables a 4,8%, frente a 4,5% del informe anterior. Así las cosas, para lo que resta de este año no se espera modificaciones importantes en la inflación sin alimentos (uno de los tres indicadores de inflación básica) y esta debe cerrar 2005 cerca del piso del rango-meta.

Para 2006, y bajo los efectos de una política monetaria activa, el MMT prevé una inflación decreciente. La senda central del MMT muestra un pronóstico para diciembre del próximo año de 3,4%, inferior al previsto en el informe anterior (4,1%) (Cuadro 8). La reducción del pronóstico y el descenso de la inflación total descansan, de manera exclusiva, en la reversión ya señalada de la tendencia de la inflación de alimentos a partir del primer trimestre. En general, todos los modelos del Banco, incluido el MMT proyectan dicho quiebre, que se explicaría por los niveles relativamente altos de los precios de los alimentos perecederos observados en 2005.

Desde el punto de vista de la política monetaria, la inflación más relevante es la básica, que en nuestro caso corresponde a la inflación sin alimentos. En el caso de este agregado, y al igual que hace tres meses, el modelo central pronostica un descenso de la inflación anual a lo largo del año. En particular, para diciembre se espera que ésta sea de 3,9%, por debajo de la esperada en el informe de junio (4,2%) (Cuadro 8).

De acuerdo con los canales de transmisión de política monetaria, la tendencia decreciente de la inflación sin alimentos prevista para el próximo año recae en el comportamiento esperado del tipo de cambio y en su efecto sobre la inflación de transables (excluidos los regulados). Para esta subcanasta se prevé una inflación anual de sólo 1,1% a diciembre de 2006, inferior al nivel contemplado en el informe anterior (Cuadro 8). La reducción en el pronóstico obedece a las menores presiones hacia la devaluación que se esperan ahora para 2006, tal como se analizó en secciones precedentes de este informe.

La reducción de los pronósticos para la inflación sin alimentos encierra, sin embargo, un incremento en la de no transables (excluidos los regulados). En esta oportunidad se espera una inflación para este subgrupo de 4,6% en diciembre de 2006, frente a 4,3% previsto anteriormente. Más importante aún, la tendencia

El aumento en el pronóstico de inflación en 2005 se explica por la mayor inflación de alimentos...

... la cual sería transitoria y disminuiría en el primer trimestre de 2006.

Para 2006, y bajo los efectos de una política monetaria activa, se prevé una inflación decreciente...

... aunque los pronósticos de la inflación de no transables han aumentado por la reducción en la brecha del producto, la cual sería positiva desde el próximo año.

descrita por la senda central del MMT es ahora creciente, cuando en los pronósticos anteriores se esperaba lo contrario.

Respecto a los regulados, los pronósticos tendieron a aumentar para 2006 por cuenta de los precios de los combustibles y del transporte. Como se señaló en secciones anteriores, el precio esperado del petróleo para 2006 aumentó frente al utilizado en el informe de junio. Estos aumentos deben reflejarse en reajustes mayores en los precios internos en 2006 y, probablemente, en 2007. Cuando se incorporan los regulados a las canastas de transables y no transables, los pronósticos de inflación en diciembre de 2006 para las canastas ampliadas son 2,3% y 5,3%, respectivamente.

Los cambios en la inflación de los no transables se explican por la reducción en la brecha del producto prevista para este año y para el próximo. Como ya se mencionó en el Capítulo I, teniendo en cuenta los datos más recientes sobre actividad económica, se obtuvo una nueva estimación de la brecha promedio para 2005 que la sitúa en -0,6% (frente a -1,4% del informe anterior). Para el tercero y cuarto trimestres de 2005, dicho nivel correspondería a una brecha de -0,5% y -0,4% respectivamente (Cuadro 8).

A partir de los números anteriores, el MMT proyecta, ahora, un cierre más rápido de la brecha hacia el mediano y largo plazos, que el previsto en el informe de junio. De hecho, se estima que la brecha entraría en terreno positivo desde la primera mitad del próximo año, algo que no sucedía en los ejercicios anteriores. Para el promedio de 2006 su nivel sería de 0,14%, frente a -0,7% considerada hace tres meses. Dicha reducción es coherente con el buen crecimiento económico previsto para ese año.

Por lo tanto, para 2006 la inflación sin alimentos enfrenta influencias opuestas:

- Las principales tendencias bajistas provendrán, como hasta ahora, de los precios de los transables, gracias a la reducción de presiones hacia la depreciación del tipo de cambio.
- Igualmente, las expectativas de inflación medidas por encuestas y las obtenidas por el modelo central tienden a disminuir para el próximo año. Esto contribuye a reducir la inflación de transables y a moderar los aumentos de aquella de no transables.
- Por otro lado, la demanda ejercería presiones alcistas debido al cierre de la brecha estimado para 2005 y el previsto para 2006. Así, la inflación de no transables tenderá a aumentar a lo largo del año y sus niveles se mantendrían altos en relación con la meta de largo plazo para 2007. Este es quizá el cambio más importante efectuado en los pronósticos de inflación en esta oportunidad. Hasta el informe anterior se esperaba que la inflación de no transables se mantuviera estable o cayera lentamente.

- Finalmente, el precio internacional de los combustibles ejerce ahora mayores presiones sobre la inflación sin alimentos para 2006 y 2007.

En síntesis, en este Informe se considera que ha aumentado significativamente la probabilidad de que se presenten presiones inflacionarias de demanda en los próximos años en vista del mayor crecimiento económico observado y proyectado. A ello se suman aumentos en los pronósticos de los combustibles y el transporte en horizontes de dos años.

En circunstancias normales, estas dos influencias serían suficientes para inducir una tendencia creciente de la inflación de largo plazo y aumentar los pronósticos. De todos los determinantes de la inflación, el que tiene más incidencia potencial en las tendencias de largo plazo es el originado en las presiones de demanda. Sin embargo, en el ejercicio hay dos efectos que contrarrestan estas presiones alcistas, por lo menos en la inflación total. El primero de ellos, es un nivel bajo y decreciente en la inflación de transables. El segundo es una considerable reducción de la inflación de alimentos. En este último caso la incertidumbre es grande y los errores de pronóstico usualmente altos.

4. Balance de riesgos

El Gráfico 53 muestra la senda central del pronóstico para la inflación total al consumidor, acompañada por su distribución de probabilidades que ilustra el grado de incertidumbre que rodea dicha proyección. En su construcción se tienen en cuenta los principales factores que podrían explicar una desviación significativa de los resultados finales frente a los que presenta el pronóstico central.

En general, se considera que los riesgos son hacia una inflación superior a la contemplada en el escenario central, por varias razones:

- Existe una probabilidad no despreciable de que el crecimiento de la demanda interna, en lo que resta de 2005, sea más dinámico que el que está implícito en la senda central de pronóstico. Esta situación implicaría una brecha del producto, para 2005, más cerrada que la contemplada en el Informe. Por lo tanto, las presiones inflacionarias de demanda estarían subestimadas en la senda actual.
- El comportamiento de la inflación de no transables (sin alimentos ni regulados) está determinado fuertemente por la inflación de arriendos, y esto quizá no está capturado convenientemente en el modelo. Dado que hay algunos indicios de que la inflación de arriendos puede estar aumentando y que su inercia es alta, es conveniente asignar un sesgo hacia arriba el pronóstico central.
- Dada la historia reciente de los precios de los alimentos, es factible que su variación sea superior a la contemplada en el escenario central.

Ha aumentado la probabilidad de que se presenten presiones inflacionarias de demanda en los próximos años.

Esto podría ser contrarrestado por una baja inflación de transables y una caída en la inflación de alimentos en 2006.

En general, los riesgos son hacia una inflación superior a la contemplada en el escenario central.

El riesgo con respecto al tipo de cambio es hacia una menor depreciación que la contemplada en el escenario base.

- En el escenario central de pronóstico, la tendencia decreciente de la inflación de transables se explica, en gran parte, por las bajas presiones hacia la devaluación esperadas en 2006. La brecha del producto tiene escaso poder explicativo. Sin embargo, si por alguna razón el modelo no captura cabalmente el efecto de las presiones de demanda, el pronóstico podría ser excesivamente optimista.
- Por el contrario, diversos escenarios alternativos del modelo de balanza de pagos, los riesgos para el tipo de cambio son hacia menores presiones sobre la depreciación que las contempladas en el escenario base. En este caso la inflación de transables sería menor que la prevista en la senda central, sobretodo en horizontes mayores a un año.
- Las expectativas de inflación podrían ser mayores que las utilizadas en el ejercicio de pronóstico, especialmente si la inflación de fin de 2005 termina cerca o por encima del rango meta establecido por la JDBR. Como hemos visto, hay riesgos en esta dirección por cuenta de la inflación de alimentos.

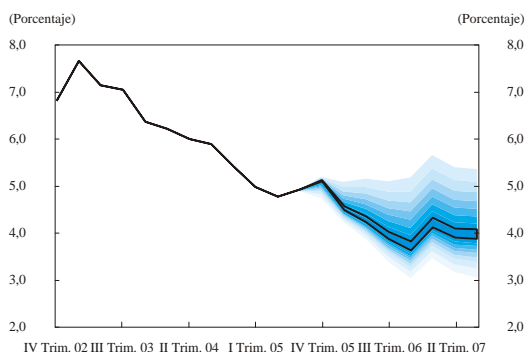
Con base en los resultados anteriores, es posible afirmar que existe una alta probabilidad de cumplir la meta de inflación en 2005 (Gráfico 53). Sin embargo, ahora ha aumentado la probabilidad de que la inflación se ubique en la parte superior del rango meta, debido al riesgo que pesa sobre la inflación de alimentos.

Las expectativas de inflación pueden ser mayores si la inflación de alimentos es alta al final de 2005.

Para el mediano plazo, la probabilidad de observar una inflación en descenso continúa alta, aunque menor que la prevista en el informe de junio. Aunque la senda central sitúa la inflación total debajo de 4% para finales de 2006 (3,7%), la probabilidad de que se sitúe efectivamente por debajo de dicha tasa es relativamente pequeña (sólo 37%). Así, en este informe, el balance de riesgos se ha sesgado fuertemente hacia arriba (debido al bajo nivel pronosticado para la inflación de

GRÁFICO 53

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



Fuente: Cálculos del Banco de la República.

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

Inflación	Probabilidad (%)							
	2005 Dic.	2006				2007		
		Mar.	Jun.	Sep.	Dic.	Mar.	Jun.	Sep.
mayor a 6,0	0,0	0,2	1,4	2,5	4,3	9,6	5,9	5,1
menor a 6,0	100,0	99,8	98,6	97,5	95,7	90,4	94,1	94,9
menor a 5,5	94,5	96,2	92,5	91,7	89,5	79,5	86,2	87,5
menor a 5,0	29,0	72,4	74,0	78,6	78,0	62,2	72,2	74,4
menor a 4,5	0,1	15,3	38,8	55,6	60,2	39,3	52,0	54,9
menor a 4,0	0,0	0,0	3,5	25,1	36,9	14,8	27,8	31,3
menor a 3,5	0,0	0,0	0,0	2,5	12,2	2,0	7,6	10,4

alimentos y por la gran incertidumbre que rodea este pronóstico y el de la estimación de la brecha).

Conviene reiterar que los pronósticos anteriores se obtuvieron bajo una política monetaria activa. Es decir, las tasas de intervención se ajustan para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación en el largo plazo. En el ajuste en tasas pronosticado por el modelo, se sigue teniendo en cuenta que en la actualidad su nivel es muy bajo con respecto a los promedios históricos; además, en esta oportunidad, supone que la economía crece a un mejor ritmo que el considerado en el informe anterior, en momentos en que el PIB estaría cerca de su nivel potencial de largo plazo y que existe una reducción en los excesos de capacidad productiva. Como consecuencia, hay mayores riesgos de que surjan presiones inflacionarias de demanda que desvíen la inflación de sus metas.

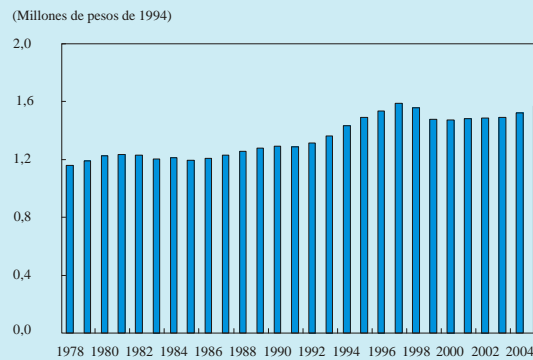
En los pronósticos las tasas de interés se ajustan para garantizar el cumplimiento de la meta de inflación.

ALGUNAS CARACTERÍSTICAS DE LA EVOLUCIÓN DE LA DEMANDA EN LA ECONOMÍA COLOMBIANA EN LA ÚLTIMA DÉCADA

Andrés Mauricio Velasco *

La economía colombiana atraviesa una fase de expansión, y 2005 será, con alta probabilidad, el tercer año consecutivo con tasas de crecimiento superiores a 4,0%. Con los crecimientos proyectados para 2005 algunas variables se situarán, por primera vez, en niveles similares a los que alcanzaron a mediados de los noventa. Es el caso del consumo per cápita que había alcanzado su mayor nivel en 1997 (Gráfico R4.1).

GRÁFICO R4.1
CONSUMO PER CÁPITA



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

Los gráficos R4.2 a R4.4 muestran algunos cambios relevantes que ha tenido la economía colombiana desde 1990, desde el punto de vista de la estructura de la demanda. Uno de los más significativos es la pérdida de participación del consumo de los hogares en el PIB, y, al mismo tiempo el aumento de la importancia del consumo público (Gráfico R4.2). Este hecho refleja, en buena medida, el aumento en el tamaño del Estado, como resultado de los mandatos emanados de la Constitución de 1991. Los mayores aumentos del gasto público primario entre 1991 y 2003 tuvieron lugar en las transferencias territoriales y en los gastos en pensiones.

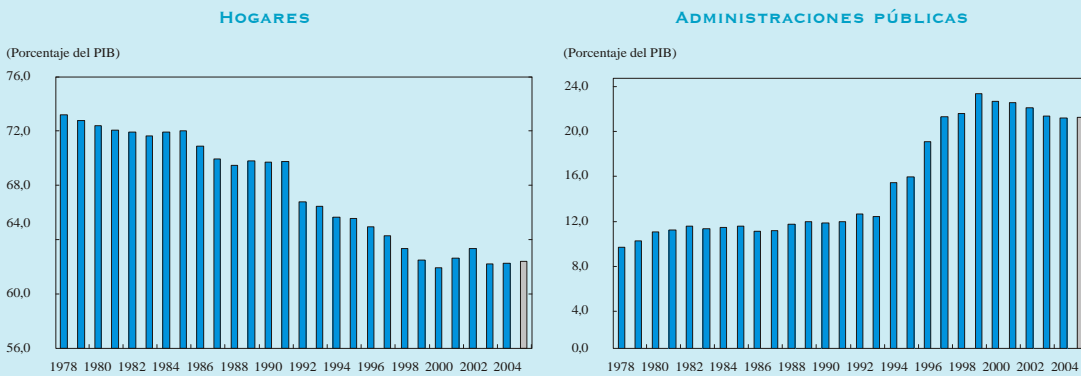
De otro lado, la tasa de inversión, como proporción del PIB, se ha recuperado progresivamente después del colapso de 1999, y en 2005 llegaría a 22%, muy por encima de su promedio histórico (18%). El auge de la inversión ha sido diferente al que tuvo lugar a mediados de los noventa: en la actualidad, la mayor parte de la inversión se ha realizado principalmente en

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

maquinaria y equipo, y en menor medida en construcción, que fue el rubro más dinámico en el *boom* de inversión de los noventa (Gráfico R4.3). La importancia creciente de la maquinaria y equipo en el auge actual puede tener implicaciones positivas desde el punto de vista del cambio tecnológico incorporado en el capital y en el crecimiento de la productividad.

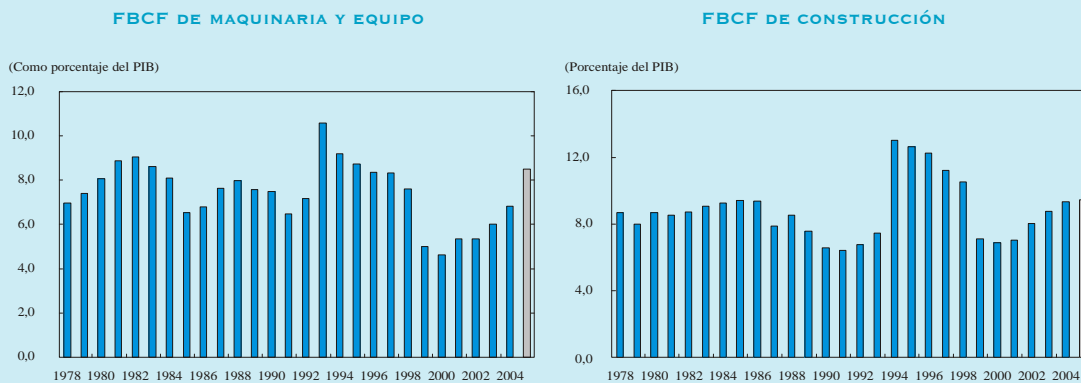
Finalmente, el auge actual de la economía colombiana se ha caracterizado por la generación de un déficit en cuenta corriente menor al que se observó, en promedio, en el auge de los noventa (Gráfico R4.4). Esto se explica por una mayor contribución de las remesas, por mejores términos de intercambio y por una mayor tasa de exportaciones frente a la que se observó en los noventa. Estos factores han permitido compensar, en buena parte, el aumento de las importaciones (como porcentaje del PIB) (Gráfico R4.5).

GRÁFICO R4.2
CONSUMO DE LOS HOGARES Y DE LAS ADMINISTRACIONES PÚBLICAS



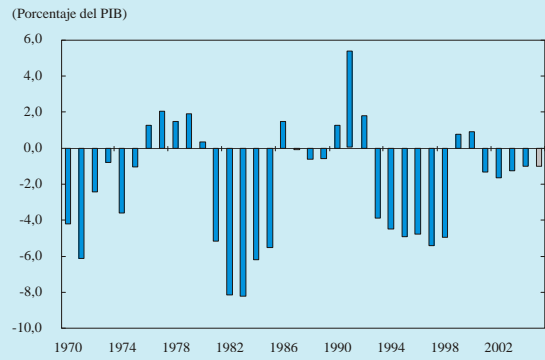
Fuente: DANE y DNP. Cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO R4.3
FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO (FBCF)



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

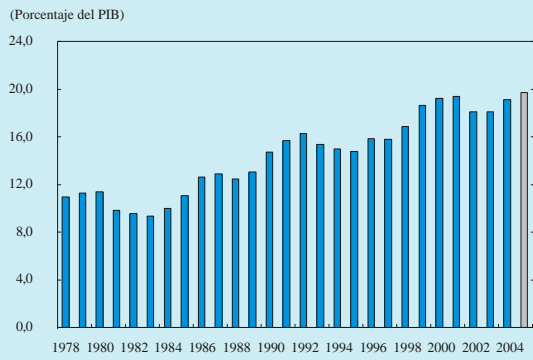
GRÁFICO R4.4
DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE



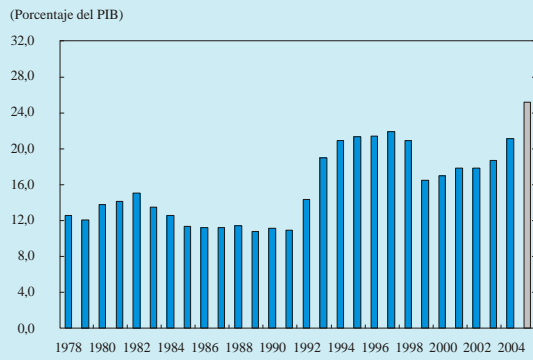
Fuente: DANE y Banco de la República.

GRÁFICO R4.5
EXPORTACIONES E IMPORTACIONES
(ACUMULADO 12 MESES)

EXPORTACIONES



IMPORTACIONES



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

**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 2005 y 2006. En el momento de la consulta los agentes contaban con información a septiembre de 2005.

I. Proyecciones para 2005

En el Cuadro A1 se presentan los pronósticos para 2005. En promedio, los analistas locales mejoraron en 30 pb su pronóstico de crecimiento (frente al realizado el trimestre anterior) al situarse en 4,2%; y los extranjeros en 67 pb, para ubicarse en 4,3%. Ninguno de los nueve analistas redujo su pronóstico, lo que sugiere que todos mejoraron sus expectativas una vez conocieron el crecimiento del segundo trimestre (5,3% anual), un dato que sorprendió al mercado.

En cuanto a la inflación, el pronóstico de los analistas locales disminuyó 10 pb y se ubicó en 5,0% (durante el último año se ha reducido en promedio en 10 pb cada trimestre), mientras que el de los extranjeros aumentó en 18 pb y se situó en 5,1% (el mismo nivel de hace dos

**CUADRO A1
PROYECCIONES PARA 2005**

	Crecimiento del PIB real (Porcentaje)	Inflación IPC (Porcentaje)	Tasa de cambio nominal (fin de)	DTF nominal (Porcentaje)	Déficit (% del PIB)		Tasa de desempleo (13 ciudades) (Porcentaje)
					Fiscal (SPC)	Cta. Cte.	
Analistas locales							
Revista <i>Dinero</i>	4,0	5,3	2.300	7,2	1,6	n.d.	12,6
Suvalor-Corfinsura	4,2	4,8	2.316	5,9	1,6	n.d.	12,5
Corfivalle	4,0	4,9	2.306	6,5	1,9	n.d.	13,0
ANIF	4,2	5,0	2.340	7,1	1,6	n.d.	12,5
Fedesarrollo	4,4	5,0	2.294	7,0	1,7	n.d.	11,1
Promedio	4,2	5,0	2.311	6,7	1,7	n.d.	12,3
Analistas externos							
CS First Boston	4,4	5,3	2.315	6,5	1,6	0,5	12,0
IDEA Global	4,3	5,0	2.310	7,0	1,9	0,8	11,8
J. P. Morgan Chase	4,2	5,0	2.350	7,2	2,0	0,0	14,0
Deutsche Bank	4,2	5,2	2.300	6,5	1,2	1,4	n.d.
Promedio	4,3	5,1	2.319	6,8	1,7	0,7	12,6

n.d.. No disponible.
Fuente: Revista *Dinero* y Consensus Forecast.

trimestres). Puesto que el dato de la inflación anual en septiembre fue 5,02%, estos pronósticos suponen que la inflación debe mantenerse en estos niveles en lo que resta del año. Como ocurre desde hace un año, todos los analistas confían en el cumplimiento de la meta y sus pronósticos se sitúan ligeramente por encima del punto medio del intervalo que fijó la JDBR para fin de año (4,5% - 5,5%).

Con respecto al tipo de cambio, todos los analistas bajaron su pronóstico en \$80 en promedio (en lo corrido del año lo han reducido en promedio en \$70 por trimestre). Ahora esperan que en 2005 la divisa se aprecie 3,2% en comparación con el precio de fin de 2004 (la máxima apreciación esperada es de 4,17% y la mínima de 1,69%), mientras que hace un trimestre sólo un analista pensaba que era posible una apreciación. Esto sugiere que la duración y magnitud de la apreciación continúa sorprendiendo a los analistas, y que dicha sorpresa se incorpora gradualmente dentro de sus pronósticos.

Para la DTF, todos los analistas corrigieron sus pronósticos a la baja. El promedio de los locales se sitúa en 6,7% y el de los analistas extranjeros en 6,8% (en lo corrido del año ambos lo han reducido en promedio en 43 pb por trimestre). Esto implica que, en promedio, los analistas esperan que la DTF se sitúe a fin de año 100 pb por debajo del nivel que se observó a finales de 2004. Para el déficit fiscal esperan que sea del orden de 1,7%, 80 pb por debajo del nivel que venían pronosticando desde hace nueve meses. Con respecto al déficit en cuenta corriente, no hay datos nuevos para los analistas locales (0,9% hace un trimestre) y los extranjeros esperan que sea 0,7% (1,4% hace un trimestre). Por último, los agentes locales corrigieron a la baja en 100 pb su pronóstico del desempleo en trece ciudades y lo situaron en 12,3%, mientras que los extranjeros lo mantuvieron en 12,6%.

II. Proyecciones para 2006

El Cuadro A2 muestra algunos pronósticos para 2006. En materia de crecimiento, los analistas locales prevén 4,1% y los extranjeros 3,8% (3,9% y 3,7%, respectivamente, desde comienzos de 2005). Para la inflación, los analistas locales esperan que sea 4,6% y los extranjeros 4,7% (4,7% y 5,1% hace un trimestre). En cuanto al tipo de cambio, esperan, en promedio, una devaluación anual de 4,1% frente a los pronósticos para fin de 2005 (5,1% hace un trimestre y 6,9% hace dos). De esta manera, los analistas esperan que para fin de 2006 la TRM se ubique en \$2.410 (\$2.513 hace un trimestre y \$2.643 hace dos), un nivel similar al observado en junio de 2002.

Estos pronósticos implican una devaluación del peso de 0,8% en 2006 frente a los niveles que alcanzó a finales de 2004 (5,2% hace un trimestre y 11% hace dos). A diferencia de lo que se había observado en los pronósticos hechos en los dos primeros trimestres del año, ya no hay ninguna diferencia en la distribución de esta devaluación. Todos los analistas esperan apreciación en 2005 y depreciación en 2006 (a comienzo del año todos esperaban que tanto en 2005 como en 2006 hubiera depreciación). De nuevo, este hecho sugeriría que, a pesar de la intervención cambiaria, la apreciación ha sido mucho más duradera y fuerte de lo que los analistas pensaban al comienzo del año.

**CUADRO A2
PROYECCIONES PARA 2006**

	Crecimiento del PIB real (Porcentaje)	Inflación IPC (Porcentaje)	Tasa de cambio nominal (fin de)
Analistas locales			
Revista <i>Dinero</i>	4,2	5,0	2.461
Suvalor Corfinsura	4,3	4,3	2.353
Corfivalle	4,0	5,0	2.389
ANIF	4,0	4,7	2.430
Fedesarrollo	4,0	4,0	2.372
Promedio	4,1	4,6	2.401
Analistas externos			
CS First Boston	3,5	5,0	2.375
IDEA Global	4,0	4,8	2.400
J. P. Morgan Chase	4,0	4,5	2.450
Deutsche Bank	3,7	4,5	2.450
Promedio	3,8	4,7	2.419

Fuentes: Revista *Dinero* y Consensus Forecast.



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 2005

La situación inflacionaria en junio confirmó las principales tendencias que se habían observado a lo largo del año: la reducción de la inflación básica y de las expectativas de inflación, y la alta probabilidad de cumplir la meta de 2005 (entre 4,5% y 5,5%). De otro lado, la economía entraba a su tercer año de crecimiento de alrededor de 4%, impulsado principalmente, por la inversión y las exportaciones.

La JDBR evaluó el comportamiento de las expectativas de inflación, los costos y salarios, el tipo de cambio y la brecha del producto como principales determinantes de la inflación y de su posible evolución en los próximos seis a ocho trimestres, período de tiempo en el cual opera la política monetaria. Este análisis fue complementado con los resultados del modelo central de pronóstico que mostraban grandes probabilidades de cumplir la meta de inflación en 2005 (incluso en la parte baja del rango meta) y reducir la inflación en 2006 hacia el rango anunciado para la meta puntual (3% a 5%). Este resultado era consistente, dada una depreciación baja en 2006, con el mantenimiento de una tasa de interés de corto plazo (TIB), en niveles de alrededor de 6,3%. A mediano y largo plazos el modelo mostraba que la política monetaria debía abandonar su postura expansionista y retornar a una posición neutral.

Con base en este análisis, la JDBR decidió mantener inalterada la tasa de interés de los repos de expansión en 6,5%, al tiempo que mantuvo cerradas la ventanilla y las subastas de contracción de liquidez de corto plazo.

Adicionalmente, dadas la evaluación de la situación cambiaria, las proyecciones de la balanza de pagos y la información sobre flujos de inversión extranjera directa (IED), la JDBR decidió mantener el esquema de intervención discrecional en el mercado cambiario con el fin de contribuir a su ajuste gradual y a evitar una apreciación excesiva del tipo de cambio. En la implementación de esta política el Banco compró US\$841,3 millones (m) en el segundo trimestre del año, y completó así un total de US\$1.615 m de compras discrecionales entre enero y junio.

Decisiones de política monetaria en el tercer trimestre de 2005

En el informe de inflación mensual presentado a la JDBR en septiembre no se encontraron cambios significativos en las proyecciones de corto plazo de la inflación y en el cálculo de la brecha de producto respecto al pronóstico macroeconómico del *Informe sobre Inflación* correspondiente al segundo trimestre. Sin embargo, se registraron modificaciones importantes con respecto a la tasa de cambio:

- Se evidenció una tendencia hacia la apreciación más acentuada que la prevista: la TRM pasó de \$2.340,6 en promedio, en abril-junio de 2005, a \$2.311,7 en promedio en julio-septiembre, y la intervención del Banco en el mercado cambiario se intensificó (las compras promedio diarias pasaron de US\$15 m, en abril-junio a US\$33 m en julio-agosto).
- La proyección de la balanza de pagos para 2005 y 2006 mostró una menor tendencia a la depreciación de la tasa de cambio, principalmente, como resultado de la revisión al alza en los precios de exportación de los bienes básicos, y de los mayores flujos de IED.

Las proyecciones del modelo de mecanismos de transmisión (MMT) mostraban que si la tasa de cambio no variaba significativamente hasta el primer semestre de 2006, las tasas de interés de corto plazo podían disminuir en algún grado durante el cuarto trimestre de 2005, si bien esta disminución sería temporal.

Este escenario enfrentaba dos riesgos que operaban en direcciones opuestas: por un lado, la brecha del producto, una variable no observada, podía estar más cerrada de lo que se suponía en el escenario básico (-1,3% en septiembre). En este caso no era posible disminuir las tasas, y antes bien era necesario aumentarlas en el futuro cercano. El otro riesgo era que tuviera lugar una apreciación más pronunciada y probablemente más duradera que la prevista, debido al mantenimiento de altos términos de intercambio, flujos de capital abundantes y primas de riesgo en niveles bajos en relación con la historia. En este caso el modelo de mecanismos de transmisión (MMT) mostraba que era posible una mayor reducción de las tasas de interés en el cuarto trimestre de 2005. Las tasas se podrían mantener en niveles bajos en 2006 y deberían empezar a incrementarse en 2007.

En este contexto las alternativas de política consistía en mantener inmodificadas las tasas de interés, si se percibía que el fenómeno de la apreciación era temporal y que la brecha del producto no era muy negativa; o permitir alguna reducción en las tasas si se consideraba que la tendencia a la apreciación del peso era más prolongada. En éste último caso la autoridad monetaria enfrentaría el riesgo de una brecha del producto más cerrada que lo estimado en ese momento. Por lo tanto, en caso de reducir las tasas, la continuidad de esa política debía ser sometida a una revisión del pronóstico macroeconómico en el *Informe sobre Inflación* y a la incorporación de nueva información, especialmente sobre la actividad económica.

Con base en los anteriores elementos, en la sesión del 16 de septiembre de 2005 la JDBR decidió disminuir en 50 pb (medio punto porcentual) las tasas de interés de intervención (Cuadro A). De esta forma la tasa mínima de la subasta de expansión quedó en 6,0%. Igualmente la Junta reiteró su compromiso de continuar su intervención en el mercado cambiario y acordó con el Gobierno nacional la realización de operaciones de venta de reservas internacionales por un monto no menor a US\$3.000 m. Las características y fechas de las operaciones se anunciarían posteriormente.

Para el *Informe sobre Inflación* de septiembre tuvieron lugar dos cambios importantes que afectaron el pronóstico de inflación: por un lado, la inflación de septiembre resultó más alta frente a lo esperado. En segundo lugar, se encontraron evidencias de una brecha del producto más cerrada frente a lo que se estimaba en los informes anteriores.

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

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

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

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

Fuente: Banco de la República.

El repunte de la inflación en septiembre estuvo asociado con el aumento en los precios de algunos rubros importantes en la canasta, como alimentos primarios, servicios públicos y arriendos. No obstante, se consideró que el resultado de la inflación era compatible con el cumplimiento de la meta de 2005 (entre 4,5% y 5,5%), y que aún era prematuro hablar de una tendencia al alza en la inflación básica, y en particular en la inflación de no transables. Sin embargo, las nuevas cifras de inflación aumentaron los pronósticos de inflación a corto plazo (tres y seis meses), especialmente en la inflación de alimentos.

Con respecto a la brecha del producto, la nueva información se originaba en tres frentes:

- El crecimiento del PIB en el segundo trimestre del año fue mayor que el esperado. La economía creció 5,3% (la más alta tasa desde 1998), al tiempo que la demanda interna creció 9,4%, la mayor tasa desde 1994.
- El DANE revisó el crecimiento de la economía en 2003 de 4,12% a 4,27%, principalmente por un mayor crecimiento de minas y canteras frente a lo estimado inicialmente.
- Se realizó un ejercicio de *componentes principales* sobre un conjunto de indicadores de actividad económica, utilización de capacidad e información proveniente de diferentes encuestas. Los resultados de este ejercicio mostraron una clara tendencia de la brecha del producto a cerrarse, especialmente desde 2003.

Junto con lo anterior, el análisis de la macroeconomía indicaba que era factible esperar que se mantuviera el buen ritmo de crecimiento del PIB en los próximos cuatro a seis trimestres:

- Por una parte, las perspectivas externas sugerían mejores términos de intercambio y una mayor entrada de capitales en 2006 (especialmente en IED) frente a lo previsto en informes anteriores. A esto contribuía el hecho de que para 2006 las necesidades de financiamiento externas del Gobierno estaban prácticamente cubiertas. En conjunto, estas circunstancias se reflejaban en una menor tendencia a la depreciación del tipo de cambio en 2006 y, posiblemente, en un mayor déficit en cuenta corriente.
- De otro lado, para 2006 se esperaba que se mantuviera el dinamismo de la demanda interna gracias al mejoramiento progresivo del empleo, al continuo aumento de la inversión y al crecimiento esperado del gasto público. Además, aunque con información parcial, diferentes indicadores señalaban evidencias de mejoras en la productividad del trabajo y en la productividad total factorial.

Con base en estos elementos y reconociendo la alta incertidumbre asociada con el tamaño actual de la brecha del producto y con el ritmo al cual se estaría cerrando, el análisis del equipo técnico consideró que había evidencia de un mayor cierre de la brecha frente a lo estimado en informes anteriores. En este contexto, el principal riesgo sobre la inflación en los próximos seis a ocho trimestres provendría de posibles presiones por el lado de la demanda, dado el mejor desempeño observado y esperado de la actividad económica. Aún así, se estimó que había factores que podrían mitigar estas presiones, como el crecimiento de la productividad y el aumento significativo de la tasa de inversión, especialmente en maquinaria y equipo.

Con el fin de incorporar explícitamente la incertidumbre sobre el tamaño de la brecha, se evaluaron escenarios de sensibilidad sobre esta variable. Igualmente se evaluaron escenarios de sensibilidad sobre la tasa de cambio, otra variable cuyo pronóstico es muy incierto.

Los diferentes escenarios indicaron que no era posible reducir aún más las tasas de interés de intervención (dada la reducción que ya había tenido lugar un mes antes). Antes bien, independientemente de los supuestos sobre el tamaño de la brecha del producto y sobre el comportamiento futuro de la tasa de cambio, en el mediano y largo plazos la política monetaria debería sustituir la postura expansionista por una posición neutral con el fin de evitar una aceleración de la inflación.

Los análisis también mostraban que si la brecha de producto fuera positiva, o si se llegara a presentar una reversión de capitales que indujera una depreciación acelerada de la tasa de cambio, la inflación se vería estimulada por presiones de demanda, o por un repunte de la inflación de transables. En estos casos serían necesarias alzas de la tasa de interés, de forma más temprana y en mayor magnitud que las que se requerirían en caso de existir todavía una brecha negativa o de mantenerse la apreciación del peso durante el próximo año.

En este contexto, en su reunión del 28 de octubre de 2005, la JDBR decidió mantener inalterada la tasa de interés de los repos de expansión en 6% (Cuadro A). La Junta también reiteró su decisión de continuar su intervención de manera discrecional en el mercado cambiario y definió que el suministro de liquidez requerida por la economía para fin de año se haría consistente con dicha intervención.

Como resultado de la política de intervención en el mercado cambiario, el Banco de la República hizo compras discrecionales de divisas por US\$1.935 m en el tercer trimestre del año, y completó así un total de US\$3.550 m de compras discrecionales entre enero y septiembre (Cuadro B). Esta cifra supera el total de compras de divisas que hizo el Banco en 2004 (US\$2.905 m).

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

	2004	2005									
		Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Ene. a Sep. (*)
Compras	2.905	268	335	170	408	151	282	225	1.000	710	3.550
Opciones Put	1.580	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Para acumulación de reservas internacionales	1.400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Para el control de la volatilidad	180	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Intervención discrecional	1.325	268	335	170	408	151	282	225	1.000	710	3.550
Ventas	500	0	250	1.000	0	0	0	0	0	700	1.950
Gobierno nacional	500	0	250	1.000	0	0	0	0	0	700	1.950
Compras netas	2.405	268	85	(830)	408	151	282	225	1.000	10	1.600

(*) Acumulado de enero a septiembre de 2005.
Fuente: Banco de la República.