



INFORME SOBRE
INFLACIÓN

M A R Z O D E 2 0 0 6

BANCO DE LA REPÚBLICA

BOGOTÁ, D.C., COLOMBIA

ISSN - 1657 - 7973

CONTENIDO

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS	4
RESUMEN: SITUACIÓN INFLACIONARIA EN MARZO Y SUS PERSPECTIVAS	7
I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL	11
A. CONTEXTO EXTERNO Y TIPO DE CAMBIO	11
B. COYUNTURA INTERNA	17
C. AGREGADOS MONETARIOS, CRÉDITO Y TASAS DE INTERÉS	23
D. UTILIZACIÓN DEL FACTOR TRABAJO Y MERCADO LABORAL	28
E. INFLACIÓN A MARZO Y SUS DETERMINANTES	30
F. CANALES DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN EN 2006	35
II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS	39
A. CONTEXTO EXTERNO Y TIPO DE CAMBIO	40
B. CONTEXTO INTERNO	46
C. PRONÓSTICO DE INFLACIÓN	50
RECUADRO 1: EL INGRESO PRIVADO DISPONIBLE REAL	60
RECUADRO 2: LA POLÍTICA MONETARIA BAJO INCERTIDUMBRE	64
ANEXO. PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS	67
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES	71

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS

I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL

Gráfico 1	Crecimiento trimestral anualizado del PIB: Estados Unidos, zona del euro y Japón	12
Gráfico 2	Venta de casas en los Estados Unidos	12
Gráfico 3	Índice de precios de metales	13
Gráfico 4	Inflación anual al consumidor de los Estados Unidos	14
Gráfico 5	Productividad (Y/L) de los Estados Unidos	14
Gráfico 6	Tasa de política monetaria de los Estados Unidos y la zona del euro	15
Gráfico 7	Tasas de interés de los bonos de los Estados Unidos	15
Gráfico 8	Balance comercial de los Estados Unidos	15
Gráfico 9	Tasa de cambio nominal: Japón y zona del euro	16
Gráfico 10	Tasa de interés de la Fed y tasa de cambio real de los Estados Unidos	16
Gráfico 11	Prima de riesgo-país EMBI+ países latinoamericanos Tasa de cambio nominal, diferentes monedas latinoamericanas frente al dólar	17
Gráfico 12	Tasa representativa de mercado	17
Gráfico 13	Crecimiento anual real del PIB	18
Gráfico 14	Distribución porcentual del gasto público por año	19
Gráfico 15	Utilización de la capacidad instalada por los sectores de la industria manufacturera	19
Gráfico 16	Crecimiento anual del PIB real de los sectores transables y no transables	20
Gráfico 17	Crecimiento anual real del consumo de los hogares y el Gobierno	20
Gráfico 18	Crecimiento real de la formación bruta de capital fijo	21
Gráfico 19	Crecimiento real de las exportaciones de bienes tradicionales	21
Gráfico 20	Crecimiento real de las exportaciones de bienes tradicionales, no tradicionales y totales	21
Gráfico 21	Crecimiento anual real de la demanda interna	22
Gráfico 22	Inversión total como porcentaje del PIB	23
Gráfico 23	Agregados monetarios, tasas de crecimiento anual del promedio mensual	24
Gráfico 24	M3/PIB	24
Gráfico 25	Cartera bruta (M/L)	25
Gráfico 26	Tasas de interés nominales	26
Gráfico 27	Tasas de interés reales por tipo de colocación	27
Gráfico 28	Tasas de interés nominales de TES en el mercado secundario	27

Gráfico 29	Índice general de la Bolsa de Valores de Colombia	27
Gráfico 30	Producto urbano por trabajador (*)	28
Gráfico 31	Producto urbano por hora trabajada (*)	28
Gráfico 32	Producto por hora trabajada: comercio	29
Gráfico 33	Producto por hora trabajada: construcción	29
Gráfico 34	Producto por hora trabajada en la industria	29
Gráfico 35	Horas promedio trabajadas en la industria	29
Gráfico 36	Costo laboral unitario real por hora trabajada en la industria	30
Gráfico 37	Inflación anual al consumidor	31
Gráfico 38	Indicadores de inflación básica	31
Gráfico 39	IPC de regulados	32
Gráfico 40	IPC de transables excluidos, alimentos y regulados	33
Gráfico 41	IPC de no transables, excluidos alimentos y regulados	34
Gráfico 42	Inflación anual de arriendos y resto	34
Gráfico 43	IPC de alimentos	34
Gráfico 44	Inflación anual de alimentos primarios y procesados	35
Gráfico 45	Variación de los pronósticos de inflación a diciembre de cada año	
	Bancos y comisionistas de bolsa	36
Gráfico 46	Utilización de capacidad instalada	36
Gráfico 47	Brecha del producto	xx
Cuadro 1	Crecimiento real del PIB	18
Cuadro 2	Crecimiento y contribución al PIB por tipo de gasto	23
Cuadro 3	Fuentes de financiamiento de las entidades no financieras como porcentaje del agregado	25
Cuadro 4	Producción de la inflación sin alimentos según sus componentes	32
Cuadro 5	Pactos salariales (Ministerio de Protección Social)	37

II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

Gráfico 48	Índice de precios de los productos básicos, sin petróleo (WCF)	42
Gráfico 49	Mercado laboral e inflación básica de Estados Unidos	43
Gráfico 50	Deuda externa y balance en cuenta corriente de América Latina	46
Gráfico 51	Crecimiento del ingreso privado disponible real (IPDR) y de la demanda interna privada	47
Gráfico 52	Crecimiento anual del consumo de los hogares e índice de consumo de Fedesarrollo	48
Gráfico 53	Crecimiento anual del IPI y del IPI corregido por días hábiles y por estacionalidad	50
Gráfico 54	Distribución de probabilidades del pronóstico de la inflación (<i>Fan Chart</i>)	58
Cuadro 6	Pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales	40
Cuadro 7	Precios internacionales	45
Cuadro 8	Financiación externa: América Latina	45
Cuadro 9	Pronósticos de crecimiento del PIB real por tipo de gasto	48
Cuadro 10	Pronóstico del crecimiento del PIB sectorial	49
Cuadro 11	Pronósticos del modelo central (MMT)	54

SITUACIÓN INFLACIONARIA EN MARZO Y SUS PERSPECTIVAS

- En marzo, la inflación anual al consumidor se situó en 4,1%, por debajo del nivel de diciembre de 2005 (4,9%). Esta disminución fue resultado, principalmente, del comportamiento favorable de los precios de los bienes y servicios regulados que pasaron de un incremento anual de 6,7% a 4,2% en el mismo período. La caída en la inflación de regulados estuvo asociada con la evolución de las tarifas del transporte público y de los servicios públicos.
- A la reducción de la inflación también contribuyó la menor inflación de alimentos (de 6,6% a 5,2%), y los bajos reajustes de los precios de los bienes transables (excluyendo alimentos y regulados). Por otra parte, la inflación de los bienes y servicios no transables (excluyendo alimentos y regulados) se mantuvo entre 4,5% y 4,6%, nivel en el cual ha permanecido desde junio del año pasado. En este grupo se destaca el fuerte repunte de la inflación de arriendos, que se situó en 4,7%, en marzo, frente a 4,1%, en diciembre del año pasado.
- La economía mundial inició el año con mayor fortaleza que la prevista. El dinamismo de la demanda mundial, junto con algunos problemas de oferta, impulsaron los precios de las materias primas –en especial del petróleo y de los metales– por encima de lo esperado en el Informe trimestral anterior. Las mayores presiones sobre precios han aumentado la probabilidad de mayores ajustes en la política monetaria, ya no sólo en los Estados Unidos sino también en Japón y en la zona del euro. Como consecuencia, los mercados cambiarios en Colombia y en América Latina han exhibido mayor volatilidad y las monedas locales han tendido a depreciarse.
- En el caso de Colombia, la tasa de cambio (tasa representativa del mercado, TRM) aumentó de un nivel mínimo de \$2.246, el 1 marzo, a \$2.374, el 27 de abril, equivalente a una depreciación nominal de 5,7%. Este comportamiento del tipo de cambio ha inducido un aumento importante en las tasas de interés de los TES desde marzo, especialmente en las de los títulos a largo plazo. Aún es difícil determinar si la volatilidad reciente en el mercado de los TES significa un cambio de tendencia hacia una mayor participación de activos en dólares en el portafolio de los inversionistas. De ser así, sería necesario revisar al alza el pronóstico de tasa de cambio, y con ello la inflación de bienes transables. Para el presente *Informe sobre Inflación* ya se ha contemplado un cambio en esta dirección, y los pronósticos de inflación consideran una tasa de cambio promedio para 2006 un poco superior a la del Informe anterior.

- La economía colombiana creció 5,1% en 2005, y 4,6%, en promedio, en los últimos tres años. Los indicadores de oferta y demanda disponibles para el primer trimestre sugieren que la economía mantiene su dinamismo y que, incluso, crece a tasas superiores a las que se proyectaban en el Informe anterior. El dinamismo de las ventas al por menor, el crédito de consumo y la confianza de los consumidores señalan que las expectativas de gasto de los consumidores siguen aumentando a un ritmo fuerte. Igual sucede con la inversión privada, cuyo crecimiento se refleja en las importaciones de bienes de capital y en la producción industrial de maquinaria y equipo, en general, además, los precios favorables de algunos de los principales productos de exportación han permitido que el ingreso nacional crezca a un ritmo aún más acelerado que el de la producción.
- La política monetaria también ha contribuido a la expansión de la demanda agregada, al mantener tasas de interés reales por debajo de su nivel neutral. Desde febrero, la DTF ha convergido al nivel de la tasa interbancaria (TIB), y hoy se sitúa cerca de 6% en términos nominales, al tiempo que agregados monetarios amplios, como M3, continúan creciendo por encima del producto interno bruto (PIB) nominal. Estas condiciones, y el mayor dinamismo de la oferta de crédito, incluyendo el hipotecario, refuerzan el efecto expansionista de la política monetaria.
- Este sesgo expansionista, sin comprometer el logro de las metas de inflación, ha sido la característica distintiva de la política monetaria en la presente década; sin embargo, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) considera que, en la actualidad, se requiere un menor estímulo monetario, dado que el crecimiento de la economía se apoya en unas bases sólidas, explicadas por variables internas y externas que se mantendrán vigentes en los próximos trimestres. En estas condiciones, la política monetaria debe garantizar la sostenibilidad de la expansión del producto y del empleo, al tiempo que la economía avanza de manera gradual y segura hacia la estabilidad de precios, meta definitiva de una estrategia de inflación objetivo.
- Adicionalmente, y como se ha señalado en varios informes, la política monetaria opera con un rezago variable relativamente largo, lo que hace necesario que los cambios en su postura deban darse con suficiente antelación, de tal manera que no se comprometa el cumplimiento de las metas de inflación futuras y la credibilidad misma de la política monetaria.
- Con base en las anteriores consideraciones, y teniendo en cuenta la evolución reciente de los mercados financieros nacionales e internacionales, la JDBR decidió incrementar en 25 puntos básicos (pb) las tasas de interés de intervención el pasado 28 de abril. De esta forma, la política monetaria busca contribuir a que el dinamismo del producto y el empleo se mantengan en el futuro en un ambiente de inflación baja y estable. Con incremento, la tasa base para las subastas de expansión pasa de 6% a 6,25%.

Junta Directiva del Banco de la República

INFORME SOBRE INFLACIÓN

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

GERENCIA TÉCNICA

Hernando Vargas

Gerente

SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Jorge Hernán Toro

Subgerente

DEPARTAMENTO DE PROGRAMACIÓN E INFLACIÓN

Juan Mauricio Ramírez

Director

SECCIÓN DE INFLACIÓN (*)

Adolfo León Cobo

Jefe

Alejandro Reyes

Andrés Mauricio Velasco

Edgar Caicedo

Eliana González

José Luis Torres

Juan Nicolás Hernández

Luisa Fernanda Charry

Luz Adriana Flórez

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

I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL

La inflación registró una importante caída a comienzos de año en un contexto de fuerte crecimiento económico

En los meses anteriores se hizo evidente un mayor nerviosismo en los mercados financieros externos, relacionado con mayores expectativas de tasas de interés internacional, y su efecto se hizo sentir en un moderado debilitamiento del peso colombiano y de otras monedas. Pese a ello, las condiciones externas siguieron favoreciendo el buen desempeño económico interno. Los términos de intercambio aún son altos e incluso aumentaron frente a lo esperado en el Informe anterior. Algo similar sucedió con el crecimiento de nuestros principales socios comerciales. Aunque nuevas alzas en los precios del petróleo han aumentado los riesgos de una mayor inflación en los Estados Unidos y otros países, a marzo, estos aún no se habían materializado.

La información más reciente muestra que en 2005 la economía colombiana continuó creciendo con un fuerte dinamismo, superando todas las expectativas y alcanzando tasas de expansión alrededor de 5%, mayores que las históricas promedio. Todo indica que esta tendencia se ha mantenido en lo corrido de 2006 y que la ligera desaceleración de finales del año pasado fue transitoria. La demanda interna todavía es el principal motor de crecimiento, con la inversión a la cabeza del proceso, pero con un consumo privado que se ha fortalecido cada vez más.

En Colombia, la inflación anual al consumidor registró una importante caída en los primeros tres meses del año, situándose cerca del piso del rango meta para 2006. Esta reducción, que incluso fue más marcada para la inflación básica, no se puede explicar por un crecimiento insuficiente de la demanda y parece obedecer más bien a factores de oferta, a la apreciación acumulada del tipo de cambio y a las menores expectativas de inflación. Así, buena parte de la caída fue el resultado de un comportamiento muy favorable de los precios de los regulados, de los transables y de los alimentos. La inflación de no transables se mantuvo estable.

La reducción de la inflación se explica por factores de oferta y por la apreciación acumulada del tipo de cambio y no por una demanda débil.

A. CONTEXTO EXTERNO Y TIPO DE CAMBIO

1. Aspectos generales

La economía norteamericana comenzó el año con un fuerte crecimiento; de acuerdo con cifras preliminares, la expansión del primer trimestre fue 4,8% (trimestral

anualizada), muy superior al registro del cuarto trimestre de 2005 (1,6%). Se confirma así, que la desaceleración de finales del año pasado obedecía a eventos transitorios asociados con una reducción del gasto del Gobierno y con un flojo consumo de hogares, especialmente en bienes durables (Gráfico 1).

De acuerdo con los diferentes indicadores disponibles al mes de marzo, el buen desempeño de comienzos de años se presentó en varios niveles; por el lado de la demanda, el índice de confianza del consumidor continuó aumentando, estimulando un consumo privado aún dinámico; por el lado de la oferta, la producción industrial creció a un ritmo de 3% anual, similar al de meses anteriores. Adicionalmente, los indicadores del mercado laboral siguen mejorando, con una tasa de desempleo de 4,7%, por debajo de diversas estimaciones de la tasa natural de desempleo no inflacionaria o Nairu (5,2% según la Oficina Presupuestal del Congreso de los Estados Unidos –Congressional Budget Office, CBO por su sigla en inglés–). En promedio, para lo corrido del año la creación de empleo ha sido superior a 200.000 puestos de trabajo (en 2005, en promedio, se crearon mensualmente 160.000).

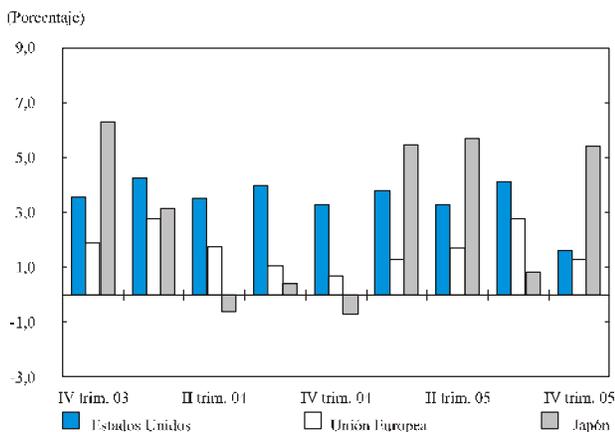
En general, estos resultados del primer trimestre en los Estados Unidos estuvieron por encima de lo esperado por el mercado. Así, los indicios sobre un posible enfriamiento de la economía en respuesta a las subidas de tasas de interés fueron más bien pocos. Quizá la señal más clara al respecto la están dando los síntomas de desaceleración en el mercado de vivienda. En promedio, durante finales de 2005 y comienzos de 2006, las ventas de vivienda nueva y usada tendieron a reducirse o estancarse, incluso después de considerar el repunte que se observó en el mes de marzo del presente año (Gráfico 2); así mismo, los precios parecen haberse estabilizado e incluso caído un poco. Otros indicadores como las aplicaciones a hipotecas y el número de permisos para construcción igualmente se han moderado.

Al igual que en los Estados Unidos, en Japón y la zona del euro, las cifras sobre crecimiento económico en los dos trimestres pasados han sido relativamente alentadoras: en particular, en Japón la economía continuó en una de senda recuperación. Para el cuarto trimestre de 2005 – última información disponible a nivel agregado– el crecimiento fue 5,5% (trimestral anualizado) en línea con lo esperado por el mercado (Gráfico 1).

Como se viene observando desde hace varios trimestres, en esta oportunidad la mayor expansión en Japón

GRÁFICO 1

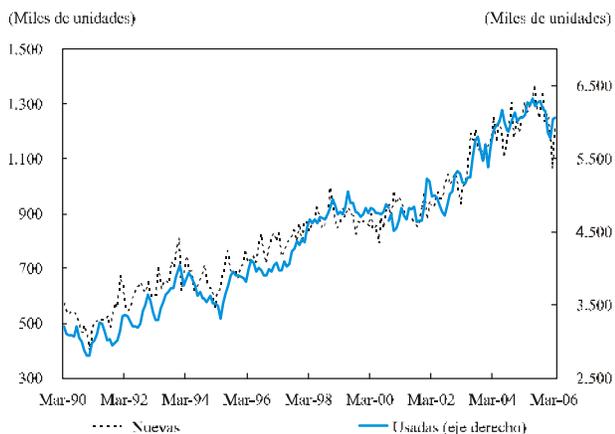
CRECIMIENTO TRIMESTRAL ANUALIZADO DEL PIB: ESTADOS UNIDOS, ZONA DEL EURO Y JAPÓN



Fuente: Datastream.

GRÁFICO 2

VENTA DE CASAS EN LOS ESTADOS UNIDOS



Fuente: Datastream.

volvió a estar impulsada por la demanda interna, tanto por el consumo como por la inversión, a lo que se sigue sumando una favorable demanda externa. Varios factores influenciaron estos resultados, dentro de los que sobresale la fuerte recuperación del mercado laboral después de años de estancamiento. En el último año también contribuyeron los mayores ingresos corporativos y las buenas condiciones para los negocios. En los primeros meses de 2006 las tendencias se mantuvieron, como lo muestran los indicadores más recientes de confianza del consumidor y empresarial, los cuales han seguido mejorando.

En los últimos meses se presentaron nuevos incrementos en los precios del petróleo y los metales.

El panorama en la zona del euro, aunque menos favorable que el de los Estados Unidos y Japón, aún es alentador. El crecimiento para el cuarto trimestre, aunque menor al observado en el tercero, se mantuvo favorable (1,2%, trimestral anualizado), con lo cual se completa un año de expansión ininterrumpida (Gráfico 1). Al igual que en Japón, el impulso provino no sólo de la demanda externa, sino también de la interna, con la inversión como principal protagonista. No obstante, el consumo continuó estancado, lo que hace que la participación de la demanda interna, en conjunto, todavía sea moderada.

Los indicadores al primer trimestre de este año han mostrado perspectivas muy favorables, apoyadas, en buena parte, en la dinámica de Alemania, lo que ha incrementado la confianza de una recuperación sostenible. Según las encuestas más recientes, la confianza de los consumidores de este país siguió mejorando, al igual que las perspectivas para la recuperación del mercado laboral y de los negocios, en general.

2. Precios de materias primas, inflación y tasas de interés

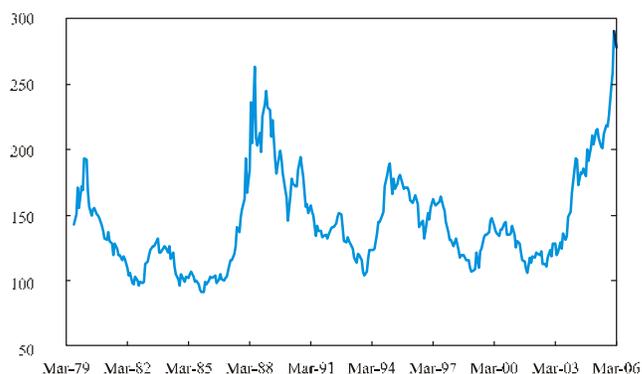
La economía mundial continúa atravesando por un buen momento a pesar de los altos niveles en el precio de los combustibles, y de los aumentos adicionales que se observaron en los primeros tres meses del año. En el caso del petróleo, los repuntes se dieron como resultado del incremento en las tensiones geopolíticas (la guerra en Iraq, protestas en Nigeria y los proyectos nucleares en Irán). A finales del primer trimestre y comienzos del segundo, su precio se situaba en US\$70 (para el West Texas Intermediate, WTI), US\$7 por encima de lo esperado en el Informe de diciembre.

Junto con los mayores precios del petróleo, en meses recientes también se presentó un alza considerable en los precios de los metales, pues, a marzo, el índice correspondiente alcanzó el nivel más alto en los últimos treinta años (Gráfico 3). Algunos analistas sugieren que este comportamiento puede ser el resultado de actividades especulativas más que de fundamentos reales.

A pesar de lo anterior y del fuerte crecimiento mundial, los actuales indicadores de inflación básica para los

GRÁFICO 3

ÍNDICE DE PRECIOS DE METALES



Fuente: Datastream.

Estados Unidos y otras economías desarrolladas todavía son bastante moderados. Para la economía norteamericana la inflación básica se mantuvo contenida con cifras a marzo. A este mes, aunque la inflación total fue de 3,4%, la básica fue de sólo 2,1%, un nivel que se ha mantenido inalterable desde hace más de un año (Gráfico 4). En el caso de la zona del euro, la inflación total al mes de marzo fue de 2,2%, y la inflación básica se viene reduciendo, ubicándose en 1,2%. Por su parte, para Japón, datos recientes muestran una inflación positiva, aunque cercana a cero, por primera vez después de 1998.

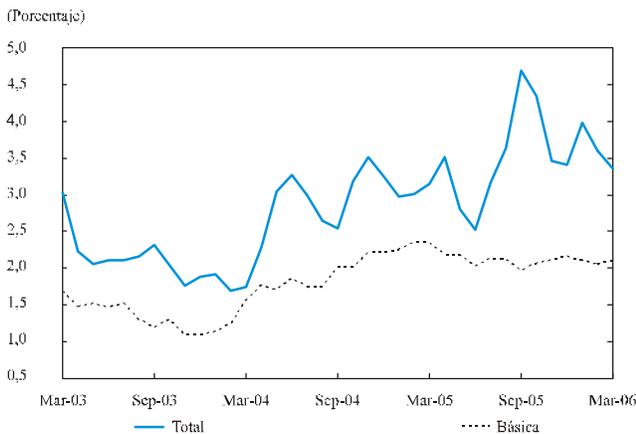
Como se ha resaltado en informes anteriores, en el caso de los Estados Unidos las presiones inflacionarias parecen haber estado contenidas, en buena parte, por las ganancias en productividad. Aunque ésta presentó un crecimiento negativo en el cuarto trimestre, ello obedeció a la fuerte caída del producto interno bruto (PIB) de esos meses; sin embargo dicho fenómeno fue temporal y la productividad debió haberse recuperado con la fuerte expansión de comienzos de año. El crecimiento anual de la productividad al cuarto trimestre de 2005 fue 2,5%, muy similar al promedio entre 1995-2005 (2,7%), pero alto comparado con el crecimiento histórico promedio (Gráfico 5).

Además de la productividad, otro factor que pudo incidir en las bajas presiones inflacionarias en los Estados Unidos y los demás países desarrollados es la globalización y la mayor participación en el mercado mundial de productos manufacturados y servicios exportados por países como China e India. Por un lado, este factor podría haber aumentado el grado de competencia en los mercados internos, frenando alzas en precios; por el otro, la fuerte incursión de países con una amplia oferta de trabajo han disminuido los precios de muchas manufacturas desde hace años y, más recientemente, los de varios servicios relacionados con las nuevas tecnologías de información¹. El aumento de la participación en el comercio mundial ha hecho que estas influencias desinflacionarias se transfieran más fácilmente a los precios de las economías desarrolladas.

El comportamiento favorable de la inflación permitió que los principales bancos centrales continuaran

GRÁFICO 4

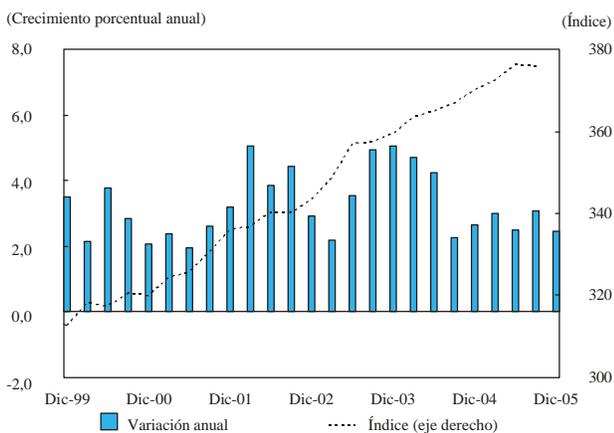
INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR DE LOS ESTADOS UNIDOS



Fuente: Datastream.

GRÁFICO 5

PRODUCTIVIDAD (Y/L) DE LOS ESTADOS UNIDOS



Fuente: Bureau of Labor Statistics.

¹ Morgan Stanley (2006). *Fixed Income Research; Latin America Economics Report*, marzo.

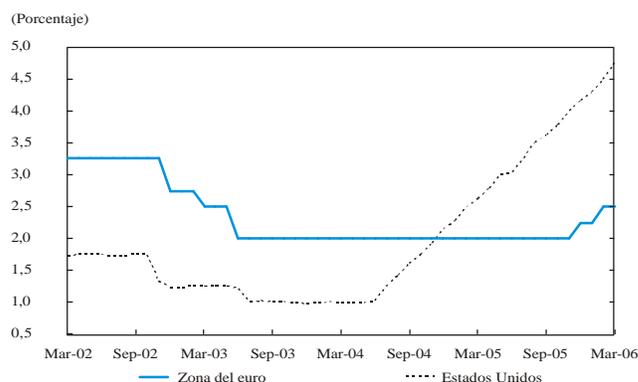
aumentando su tasa de interés de referencia de manera gradual, muy en línea con lo esperado por los informes anteriores. En el primer trimestre de 2006 la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) aumentó 50 puntos básicos (pb) su tasa de interés de referencia, ubicándola en 4,75% a marzo; y el Banco Central Europeo aumentó nuevamente su tasa en 25 pb (2,5%) luego del ajuste del mes de diciembre (Gráfico 6). Adicionalmente, el banco central de Japón anunció la eliminación de su actual política monetaria de control de agregados (*Quantitative Easing*), haciendo más probable un aumento de tasas de interés para finales del año.

Las medidas adoptadas por las autoridades monetarias en Europa y Japón tomaron por sorpresa a los mercados, por la velocidad con la que se dieron. Este hecho, unido al más fuerte crecimiento mundial, y al de los Estados Unidos en particular, impulsó al alza las tasas de interés a largo plazo, situándolas, en algunos casos, en niveles similares a los de mediados de 2004, su punto más alto en los últimos años. A pesar de ello, la pendiente de la curva de rendimientos continuó invertida, tal como se ha observado desde el año anterior. Si bien el aumento en las tasas externas de política debería implicar una corrección en las tasas de largo plazo, los amplios excesos de ahorro siguen limitando dichas alzas (Gráfico 7).

Así las cosas, la economía mundial todavía cuenta con una amplia liquidez a pesar de los ajustes en la política monetaria de los Estados Unidos y otros países. Esta situación aún permite la ampliación del déficit comercial de ese país, el cual, a febrero, se situaba en niveles históricamente altos, acentuado por la fuerte demanda interna y por los mayores precios de la energía. Lo anterior, sumado a las mejores perspectivas de crecimiento de la zona del euro y Japón, tendió a debilitar el dólar frente al euro y al yen, aunque aún de manera muy moderada (gráficos 8 y 9).

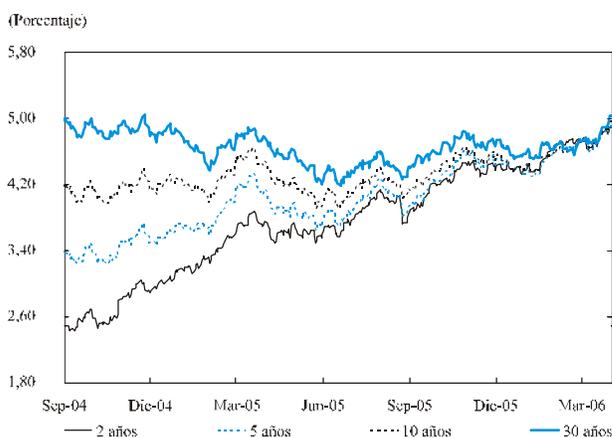
Conviene señalar que el comportamiento del dólar, en términos reales, suele estar relacionado con los movimientos de la tasa de interés de referencia de la Fed, y de su posición relativa frente a tasas de otros bancos centrales. Desde hace ya bastante tiempo las tasas se han ubicado en niveles superiores a las de su contra-

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



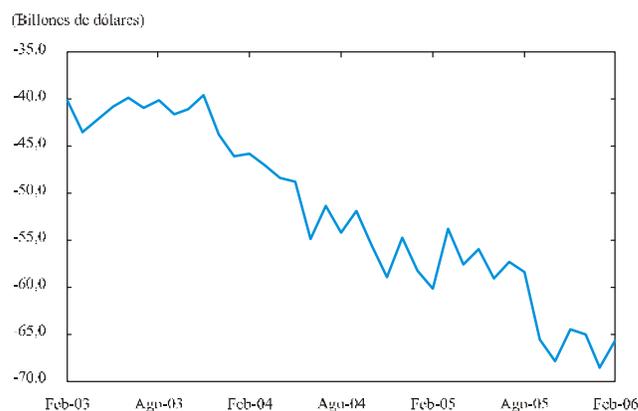
Fuente: Banco Central Europeo y Datastream.

TASAS DE INTERÉS DE LOS BONOS DE LOS ESTADOS UNIDOS



Fuente: Datastream.

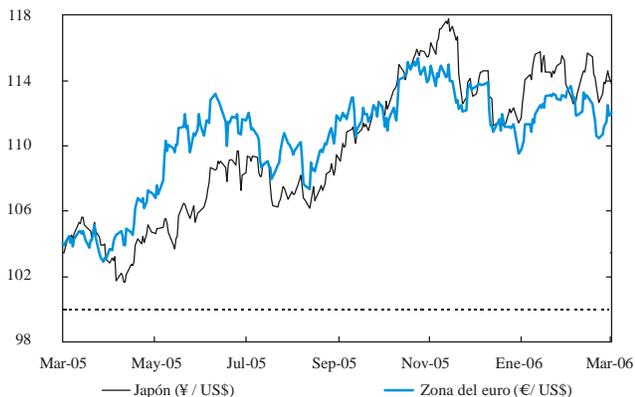
BALANCE COMERCIAL DE LOS ESTADOS UNIDOS



Fuente: Departamento de Comercio de los Estados Unidos.

GRÁFICO 9

TASA DE CAMBIO NOMINAL: JAPÓN Y ZONA DEL EURO



Fuente: Bureau of Economic Analysis y Datastream.

parte europea y japonesa, lo que explicaría la relativa fortaleza de la moneda norteamericana a pesar del creciente desbalance externo (Gráfico 10).

3. Las economías emergentes

Las economías emergentes continuaron mostrando un fuerte crecimiento durante el primer trimestre del 2006; sobresalen, en particular, las economías asiáticas lideradas por China e India, las cuales siguieron en una senda de crecimiento sostenido y, en los meses recientes, incluso de mayor dinamismo. Al cuarto trimestre, al crecimiento para la economía china fue de 9,9%, gracias a la demanda externa y a la inversión, tal y como ha sido lo usual desde hace varios años. Sin embargo, recientemente, el consumo ha empezado a desempeñar un papel más importante, entre otras razones, gracias al desarrollo de programas sociales dirigidos a las zonas rurales. Para el primer trimestre del año, cifras preliminares sugieren que el crecimiento habría sido un poco superior al 10%.

Con respecto a las economías latinoamericanas, la dinámica de crecimiento todavía es muy favorable. El aumento en los precios de algunos *commodities*, como metales y petróleo, junto con la demanda mundial en expansión, ha continuado estimulando el crecimiento regional.

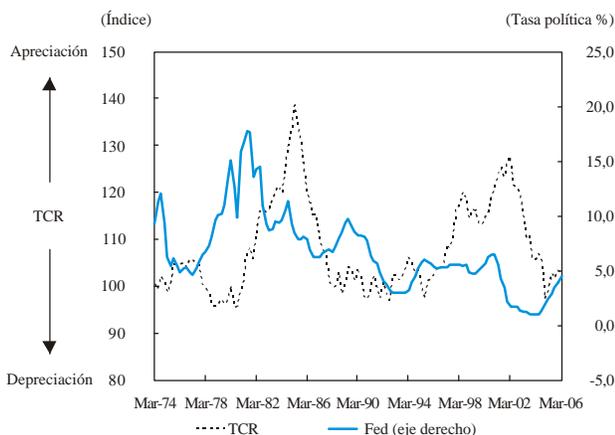
En el caso de los principales socios comerciales de Colombia el crecimiento observado en el cuarto trimestre estuvo por encima de lo esperado: en Venezuela

éste fue de 10,2% como resultado de un mayor consumo e inversión tanto del sector público como privado; en Ecuador, el crecimiento ha sido mucho más moderado, aunque también allí los altos precios del petróleo y el consumo privado han sostenido la dinámica de la economía.

En meses recientes la volatilidad de las tasa de cambio aumentó en varios países, y en algunos casos se ha hecho evidente alguna tendencia hacia la depreciación. El cambio de ánimo en los mercados ha estado ligado a las alzas en las tasas de interés externas y a las perspectivas de mayores ajustes en la política monetaria de los bancos centrales de las economías desarrolladas. Sin embargo, tampoco se puede descartar un aumento reciente en la incertidumbre política en momentos en que se vive un ciclo electoral importante en varios países. De todas maneras, la corrección en los tipos de cambio parece ser

GRÁFICO 10

TASA DE INTERÉS DE LA FED Y TASA DE CAMBIO REAL DE LOS ESTADOS UNIDOS



Fuente: Datastream.

transitoria y no anuncia un quiebre en las tendencias observadas desde hace año y medio (Gráfico 11).

El peso colombiano, que mantenía una tendencia a la apreciación desde finales de 2003, también se debilitó a partir de marzo, fenómeno que se mantuvo en abril junto con una alta volatilidad. En este último mes, el tipo de cambio tuvo un aumento de más de \$100 por dólar, hasta ubicarse en \$2.376, nivel similar al que se registró en enero de 2005 y 4,3% por encima del de diciembre del mismo año (Gráfico 12).

B. COYUNTURA INTERNA

1. El crecimiento en el cuarto trimestre de 2005

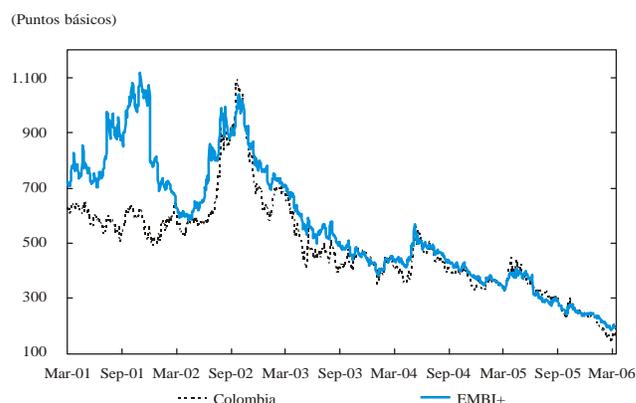
En el cuarto trimestre de 2005, el crecimiento anual fue de 3,7%, inferior al de los tres trimestres anteriores (5,6%). Con la publicación del PIB del cuarto trimestre, el Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas (DANE) revisó su medición del PIB desde 2003. De esta forma, el crecimiento de ese año disminuyó de 4,1% a 3,9%, el crecimiento de 2004 aumentó de 4,0% a 4,8%, y el crecimiento de los tres primeros trimestres de 2005 se corrigió hacia arriba 0,5% en promedio (Cuadro 1).

El cambio en los datos del PIB se explica, principalmente, por la corrección del crecimiento real de la industria manufacturera, sector para el cual se revisó el deflactor de la producción bruta desde 1990².

Pese a que en el pasado *Informe sobre Inflación* se esperaba un menor ritmo de crecimiento para el cuarto trimestre de 2005, el dato publicado por el DANE fue inferior al pronóstico. Este resultado, que se explica,

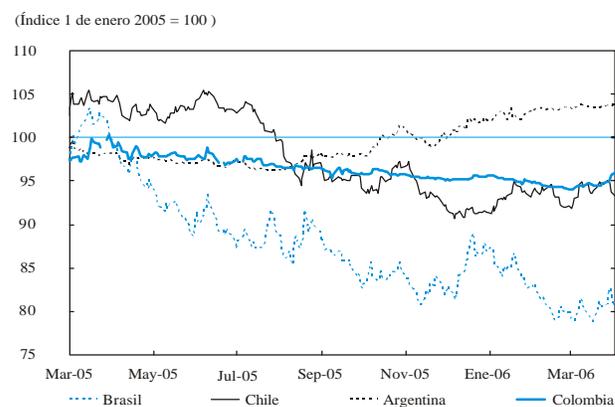
² El DANE deflactaba los datos de producción nominal de la Muestra mensual manufacturera con el índice de precios del productor (IPP) de bienes producidos y consumidos del Banco de la República. Análisis técnicos recomendaron el uso de un deflactor que incluyera, además, el IPP de bienes exportados. Véase Ramírez, Gutiérrez, y Hernández (2006). "Cálculo de IPI adicionando al deflactor la evolución de los precios de las exportaciones", Universidad del Rosario, Bogotá.

PRIMA DE RIESGO-PAÍS EMBI+ PAÍSES LATINOAMERICANOS



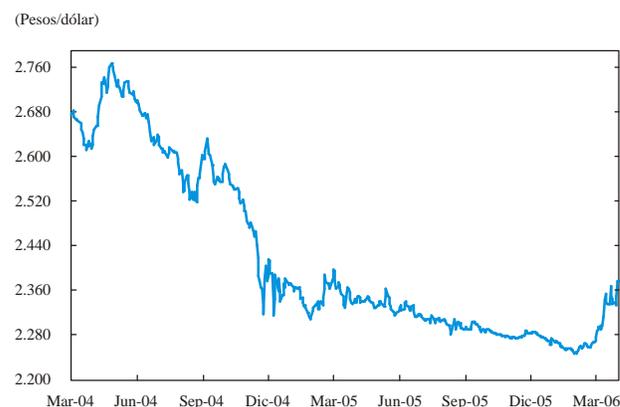
Fuente: Bloomberg.

TASA DE CAMBIO NOMINAL DIFERENTES MONEDAS LATINOAMERICANAS FRENTA AL DÓLAR



Fuente: Datastream.

TASA REPRESENTATIVA DE MERCADO (*)



(*) Hasta 3 de mayo.
Fuente: Banco de la República.

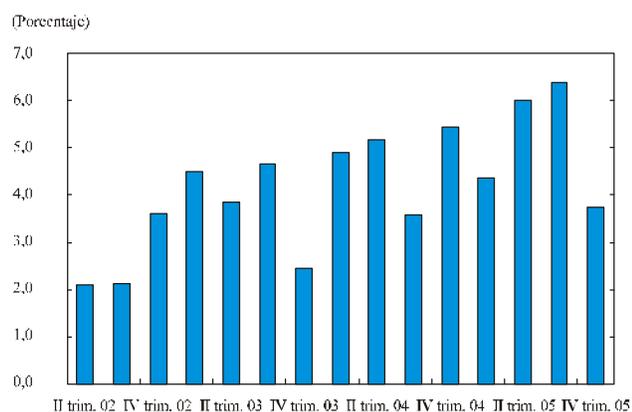
**CRECIMIENTO REAL DEL PIB
(PORCENTAJE)**

	Antes	Ahora	Diferencia
2003	4,1	3,9	(0,2)
I trimestre	4,7	4,5	(0,2)
II trimestre	2,6	3,8	1,2
III trimestre	4,4	4,7	0,3
IV trimestre	4,7	2,4	(2,2)
2004	4,0	4,8	0,8
I trimestre	4,1	4,9	0,8
II trimestre	4,9	5,2	0,3
III trimestre	2,8	3,6	0,8
IV trimestre	4,2	5,4	1,2
2005	n.a.	5,1	n.a.
I trimestre	3,9	4,4	0,4
II trimestre	5,6	6,0	0,4
III trimestre	5,7	6,4	0,7
IV trimestre	n.a.	3,7	n.a.

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 13

CRECIMIENTO ANUAL REAL DEL PIB



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

principalmente, por factores de oferta, no modifica el diagnóstico del Informe de diciembre de 2005 sobre el buen estado por el que atraviesa la economía. Episodios de desaceleración parcial, como el del cuarto trimestre, han ocurrido en el PIB colombiano (por ejemplo en 2003-IV y 2004-III) también debido a factores de oferta que tienen un efecto transitorio (Gráfico 13).

En el plano sectorial, el menor ritmo de crecimiento del cuarto trimestre está asociado con caídas en la producción cafetera, una desaceleración de los servicios del Gobierno y el cierre de la refinería de Barrancabermeja.

En el cuarto trimestre de 2005, la producción de café cayó en términos reales 8,6%, en parte, por un efecto estadístico asociado con el alto nivel de la cosecha cafetera de 2004-2005. La información sobre la producción de café para el período 2005-2006 muestra una reducción importante en el dinamismo, posiblemente debido a factores climáticos que impidieron el normal florecimiento del cultivo.

De otro lado, el gasto de las administraciones públicas se distribuyó en forma diferente a lo largo del año, distinto de como se había hecho en años anteriores: históricamente la mayor proporción del gasto tiene lugar en el último trimestre del año, lo cual ha estado asociado, entre otros factores, con las adiciones presu-

puestales de final de año. En 2005, no hubo adición presupuestal, y el gasto se concentró en el segundo trimestre (cuando los servicios del Gobierno crecieron 8,0% en términos reales), mientras que en el cuarto trimestre creció sólo 2,5% (Gráfico 14).

Otro factor de oferta que explicó el menor crecimiento en el cuarto trimestre fue el cierre por mantenimiento de la refinería de Barrancabermeja en los meses de noviembre y diciembre del año pasado. Lo anterior, además de contribuir a un menor crecimiento de la industria, afectó el recaudo de varios impuestos indirectos, por lo que este rubro en el PIB disminuyó 4,8 puntos porcentuales (pp) con respecto al valor que alcanzó en el cuarto trimestre de 2004.

Finalmente, los datos del cuarto trimestre mostraron que continuó la pérdida de dinamismo de la industria manufacturera, la cual se venía observando desde finales de 2004: en particular, ocho de los 27 sectores industriales mostraban tendencias desfavorables en términos de producción al finalizar 2005, los cuales son: bebidas, tabaco, prendas de vestir, calzado y partes, productos de papel, imprentas y editoriales, productos de refinería y productos de hierro y acero. En conjunto, estos sectores representan el 30% del total de la industria. Por otra parte, algunos de estos sectores muestran una alta tasa de utilización de la capacidad instalada (UCI) como la mide Fedesarrollo. Es el caso de aparatos eléctricos en que la UCI se encuentra en sus máximos históricos (80,6%), y de minerales metálicos que presenta una UCI de 82,3% en el último año (Gráfico 15).

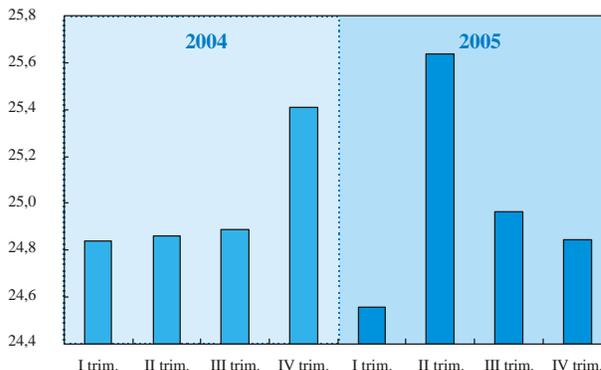
Es posible que algunos sectores industriales que han tenido un pobre desempeño hayan sido afectados por los efectos de la apreciación real y por la competencia internacional en el propio mercado nacional y en algunos mercados externos, como es el caso de la competencia proveniente de China en el mercado norteamericano. Sectores que posiblemente fueron afectados por la dinámica de las exportaciones y las importaciones son la fabricación de tabaco, calzado, y la producción de imprenta y editoriales.

En general, al final de 2005 se observaba un mayor dinamismo en los sectores intensivos en capital, en los relacionados con el sector de la construcción, y

GRÁFICO 14

DISTRIBUCIÓN PORCENTUAL DEL GASTO PÚBLICO POR AÑO

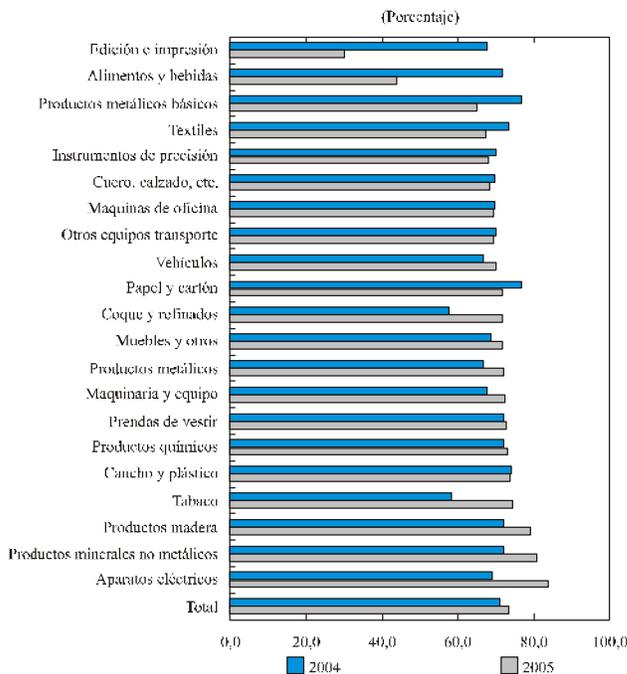
(Porcentaje de gasto en cada trimestre)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 15

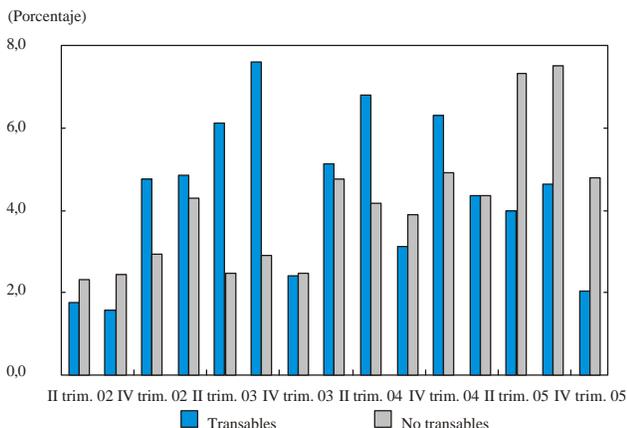
UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA POR LOS SECTORES DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA



Fuente: Fedesarrollo, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 16

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB REAL DE LOS SECTORES TRANSABLES Y NO TRANSABLES

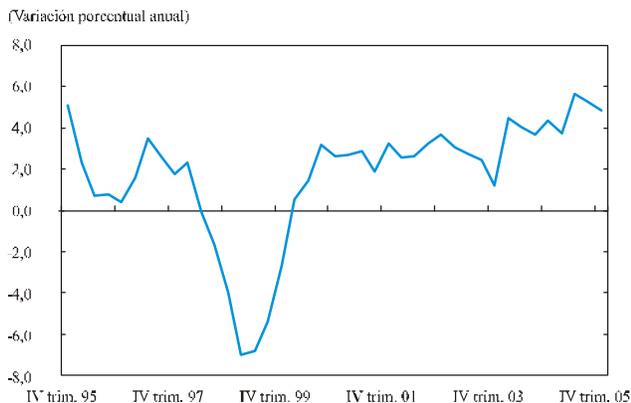


Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

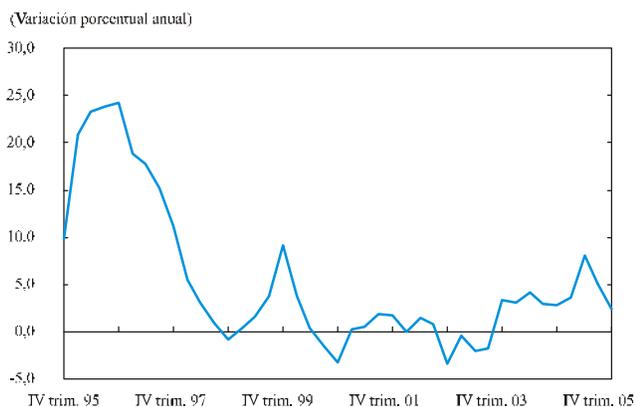
GRÁFICO 17

CRECIMIENTO ANUAL REAL DEL CONSUMO DE LOS HOGARES Y EL GOBIERNO

CONSUMO DE LOS HOGARES



CONSUMO DEL GOBIERNO



Fuente: DANE, cálculos Banco de la República.

en sectores intensivos en recursos naturales; por el contrario, las industrias intensivas en mano de obra no calificada han perdido participación, un proceso que ha tenido lugar desde principios de los años noventa.

En el último trimestre de 2005, el crecimiento estuvo impulsado, principalmente, por sectores no transables como: construcción, comercio, transporte terrestre, y servicios sociales, comunales y personales (Gráfico 16).

Por el lado del gasto, la economía continuó impulsada por la fortaleza de la demanda interna, la cual creció cerca de 8,0% en el cuarto trimestre de 2005. Se observaron crecimientos importantes del consumo de los hogares (4,8%) y de casi todos los rubros de inversión (23,5%). Sin embargo, las variaciones anuales estuvieron por debajo de las observadas en los tres trimestres anteriores debido al menor crecimiento del cuarto trimestre.

En las cuentas del consumo, el gasto de las administraciones públicas aumentó 2,5% en coherencia con la expansión de los servicios del Gobierno, y el crecimiento del consumo de los hogares pasó de 5,3% a 4,8% entre el tercero y el cuarto trimestre (Gráfico 17).

Dentro de los rubros del consumo de los hogares, en el cuarto trimestre se observó una ligera pérdida de dinamismo del consumo de bienes no durables (de 4,6% a 3,5%) y de servicios (de 3,5% a 2,8%); mientras tanto, el consumo de bienes semidurables permaneció estable (5,3%) y el consumo de bienes durables se aceleró (de 17,2% en el tercer trimestre a 18,1% en el último trimestre de 2005).

En el cuarto trimestre de 2005, la inversión continuó en expansión. Los rubros que más crecieron fueron la formación bruta de capital fijo (FBCF) en maquinaria y equipo (25,9%) y obras civiles (22,9%). La FBCF sin obras civiles creció 13,8%, pero pese al alto crecimiento de la inversión, éste fue menor al observado en los trimestres anteriores (30,8% en promedio en los primeros tres trimestres de 2005) (Gráfico 18).

En el caso de la FBCF en maquinaria y equipo, la pérdida de dinamismo frente a los trimestres anteriores se explica por una reducción en la tasa de crecimiento de las importaciones de bienes de capital (que pasó de crecer en dólares 50% en el tercer trimestre a 19,4% en el cuarto trimestre). La construcción de vivienda, a su vez, habría crecido menos debido a un menor dinamismo de las licencias de construcción en el tercer trimestre de 2005.

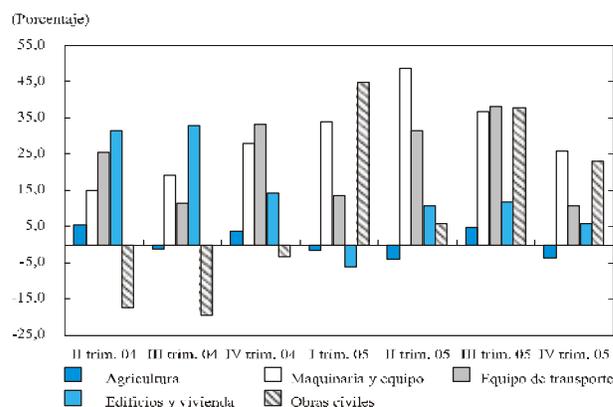
La demanda externa neta se mantuvo negativa en el cuarto trimestre de 2005, debido a la fortaleza de las importaciones, las cuales crecieron 18,9%, en términos reales y a la contracción de las exportaciones totales en 1,5%. Aunque una parte importante de la caída de las exportaciones se explica por la reducción de las reales de café (7,9%), en conjunto, las exportaciones tradicionales crecieron 4,9% debido a los incrementos de las de petróleo (8,6%), carbón (8,9%) y ferróníquel (25,6%) (Gráfico 19). Si bien las exportaciones no tradicionales en dólares crecieron 15,1% en el cuarto trimestre de 2005, en pesos constantes los diferentes rubros de exportaciones no tradicionales reportados por el DANE muestran una caída real de las mismas del orden del 4,8% (Gráfico 20).

2. Desempeño económico en 2005

El crecimiento de 5,1% que reveló el DANE para 2005 excedió las expectativas de la mayoría de los agentes, cuyos pronósticos se situaban, en promedio, cerca al 4,5%. El crecimiento del año pasado, como el de los dos años anteriores, siguió beneficiándose de un contexto externo favorable, así, como de las mejores condiciones internas.

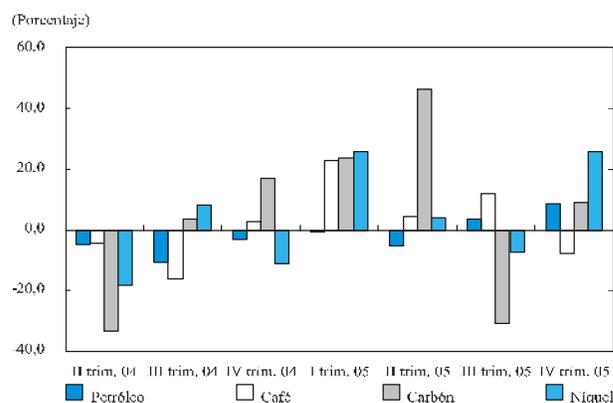
Como se ha venido mencionando en los informes de inflación pasados, el ritmo de crecimiento de los principales socios comerciales del país, junto con los buenos términos de intercambio, promovieron la demanda externa y el aumento del ingreso privado de los colombianos. Lo anterior debe sumarse a los mayores flujos de capitales en 2005, en especial de inversión extranjera directa (IED), que al final del año llegó a US\$5.569 millones (m) en términos netos, 87% más que en 2004.

CRECIMIENTO REAL DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO PRIVADO



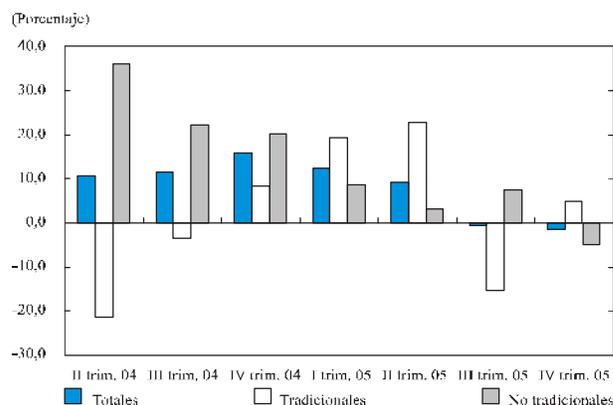
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

CRECIMIENTO REAL DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES TRADICIONALES



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

CRECIMIENTO REAL DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES TRADICIONALES, NO TRADICIONALES Y TOTALES



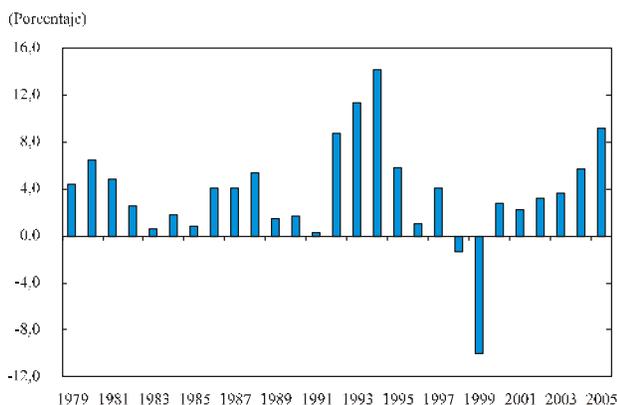
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

A diferencia de años anteriores las remesas desde el exterior ya no contribuyeron mucho al crecimiento del ingreso de los hogares. Su aumento en dolares de 6,5% (de US\$3.100 m a US\$3.300 m) fue compensado por la apreciación nominal del peso.

En el plano interno, 2005 se caracterizó por ser un año de mejoras sustantivas en el mercado laboral. Se crearon, en promedio a nivel nacional, cerca de 500.000 empleos, con lo cual, dada una caída de 0,9% en la tasa global de participación, se redujo la tasa de desempleo promedio de 13,6% en 2004 a 11,8% en 2005.

GRÁFICO 21

CRECIMIENTO ANUAL REAL DE LA DEMANDA INTERNA



Fuente: DANE y DNP, cálculos del Banco de la República.

En 2005 también se observaron mejoras importantes en materia de productividad laboral y de confianza de consumidores e inversionistas. Todo lo anterior, junto con una política monetaria y fiscal holgada, permitió un aumento real de 9,2% en la demanda interna, un crecimiento que no se observaba desde 1994 y que se ha presentado sólo en tres oportunidades en los últimos 30 años (Gráfico 21).

Dentro de la demanda interna, el consumo de los hogares fue el rubro que más contribuyó al crecimiento de 2005, y en éste se destaca la fortaleza del consumo de bienes durables que creció 19,4% en promedio, y del consumo de bienes semidurables que crecieron 5,9%.

La FBCF, descontando las obras civiles, tuvo la segunda contribución más grande al crecimiento en 2005. La FBCF que más creció en términos reales fue la de maquinaria y equipo (36,4%), seguida por la de equipo de transporte (23,5%). Este tipo de inversión está estrechamente relacionado con el crecimiento de las importaciones de bienes de capital que, en 2005, llegaron a US\$7.700 m, y participaron con el 35,7% de las compras totales al exterior.

La FBCF en construcción de vivienda y edificaciones creció 5,5% en términos reales en 2005, con lo cual se alcanzaron los niveles previos a la crisis de finales de los años noventa. El único rubro de inversión que observó una caída real en 2005 fue el del sector agropecuario (-1,1%). Con todo esto, la apreciación del peso y la confianza de los inversionistas pueden contarse entre las razones que explican la actual expansión de la inversión privada (FBCF sin obras civiles); agregado que creció 18,3% en 2005, incluso después de haberse expandido en términos reales 23,2% en 2004 y 16,4% en 2003.

La FBCF en obras civiles mostró una importante recuperación en 2005 al crecer 27,8% en términos reales. Con este crecimiento, se volvieron a observar los niveles de inversión de obras civiles de 2003 y se dejó atrás la caída de 18,8% sufrida en 2004.

Como proporción del PIB, la inversión alcanzó una tasa de 22,3% del PIB en 2005 (en términos reales), completando tres años consecutivos en los cuales esta relación ha superado el promedio histórico de 17,4% (Gráfico 22). Pese a lo anterior, todavía no se llega a los niveles máximos que se alcanzaron en 1994 y 1995, cuando la tasa de inversión superó el 25%.

A diferencia de la demanda interna, la cual contribuyó 9,3% al crecimiento del PIB, la demanda externa permaneció negativa como resultado de un crecimiento de 4,6% en las exportaciones y de 25,2% en las importaciones. El crecimiento real de las exportaciones estuvo impulsado tanto por los productos tradicionales (que crecieron 6,9%) como por los productos no tradicionales (que crecieron 3,4%) (Cuadro 2).

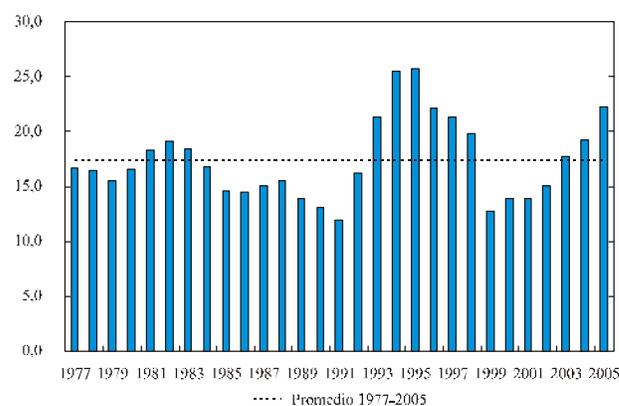
C. AGREGADOS MONETARIOS, CRÉDITO Y TASAS DE INTERÉS

1. Agregados monetarios

La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) no modificó su postura monetaria en el primer trimestre de 2006, dejando estable las tasas de intervención y continuando con la intervención discrecional de la tasa de cambio. Estos instrumentos, junto con

GRÁFICO 22

INVERSIÓN TOTAL COMO PORCENTAJE DEL PIB



Fuente: DANE y DNP, cálculos del Banco de la República.

CUADRO 2

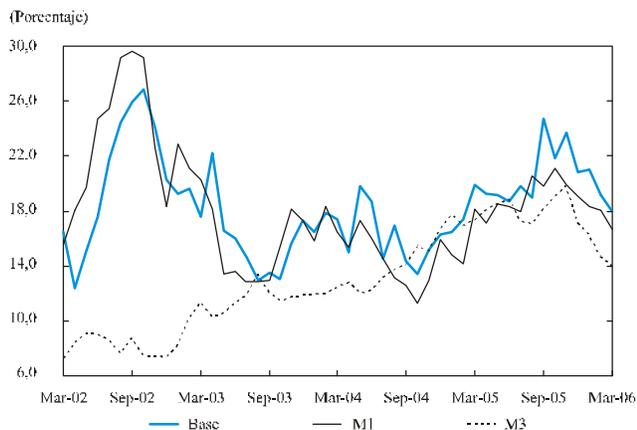
CRECIMIENTO Y CONTRIBUCIÓN AL PIB POR TIPO DE GASTO (PORCENTAJE)

	2005	
	Crecimiento porcentual	Contribución al crecimiento
Consumo final	4,9	4,0
Hogares	4,9	3,0
Gobierno	4,8	1,0
Formación bruta de capital	29,0	5,3
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	19,8	3,4
FBCF sin obras civiles	18,3	2,6
Obras civiles	27,0	0,8
Demanda interna	9,2	9,3
Exportaciones totales	4,6	0,9
Importaciones totales	25,2	(5,1)
PIB	5,1	5,1

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 23

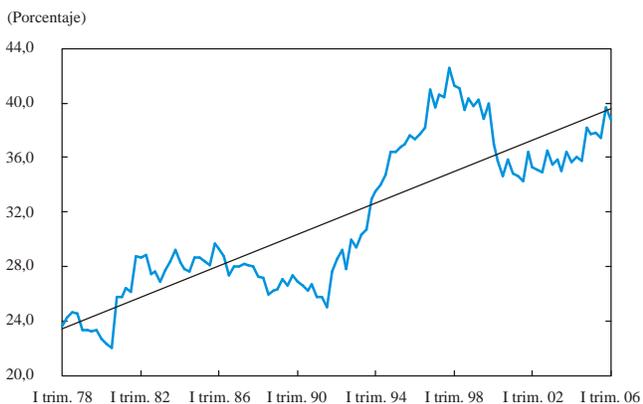
AGREGADOS MONETARIOS, TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 24

M3/PIB



Fuente: Banco de la República y DANE.

los repos de expansión del Banco de la República, continuaron siendo los principales mecanismos para controlar la liquidez de la economía.

En los últimos tres meses el crecimiento anual de los agregados monetarios se desaceleró; M3, por ejemplo, pasó de crecer 17,2% en diciembre a 14% en marzo (Gráfico 23). Este fenómeno se presentó por igual en todos los agregados y estuvo asociado con un menor crecimiento de los pasivos sujetos a encaje (PSE), en particular con los más líquidos (cuentas corrientes y cuentas de ahorro). Este comportamiento también afectó indirectamente a la Base, a través de una fuerte desaceleración de la reserva bancaria.

Descomponiendo el M3 entre privado y público, la tendencia de comienzos de año se explica por el comportamiento del primero de estos agregados. La desaceleración del M3 también se mantiene cuando se descuentan los repos de la Tesorería General de la Nación (TGN)³.

La tendencia reciente de los agregados monetarios no pareciera estar relacionada con un debilitamiento del gasto. Como se mencionó en secciones precedentes de este Informe, los indicadores reales disponibles para el año corrido señalan una dinámica importante en esta variable. Además, las tasas de crecimiento anual para todos los agregados continúan superando la esperada para el PIB nominal por un margen importante. Al respecto, un indicador de profundización financiera como es M3/PIB se encontraba, a marzo de este año, al nivel de su tendencia histórica después de varios años de estar bajo ella (Gráfico 24), Esto último hace razo-

nable esperar una moderación en el ritmo de crecimiento de M3 y los demás agregados sin que ello sea un síntoma de desaceleración económica.

2. Crédito

Respecto a la cartera total del sistema financiero, durante los dos primeros meses del año ésta experimentó una importante aceleración que se revirtió parcialmente

³ Recogiendo las recomendaciones de una misión internacional del Banco Mundial, desde junio de 2005, el Ministerio de Hacienda y el Banco de la República acordaron suspender las subastas repos que la TGN efectuaba con el sistema financiero.

en marzo. A cierre del trimestre, el crecimiento anual de la cartera en moneda legal (14,3%) terminó siendo superior al observado tres meses atrás (12,5%).

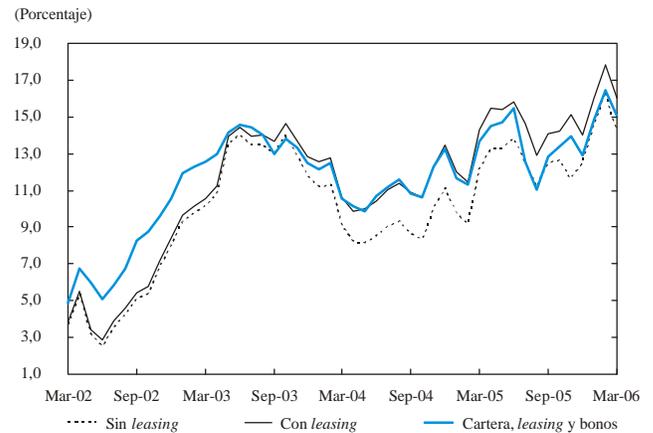
En los últimos años han ganado fuerza en el país modalidades de financiamiento al sector real que no quedan cobijadas en la medición de cartera del sistema financiero que se ha venido analizando en los informes de inflación. Dentro de ellas sobresalen el arrendamiento financiero (*leasing*) y los títulos de deuda comercial emitidos por firmas y adquiridos por el sistema financiero.

La dinámica de estas dos fuentes de financiamiento no crediticias muestra comportamientos mixtos. Mientras el arrendamiento financiero ha crecido a tasas superiores al 35% desde diciembre de 2003, los bonos emitidos por las firmas, y comprados por los bancos, luego de una explosión en 2003, han experimentado crecimientos negativos, especialmente desde finales del año pasado. Al sumar el *leasing* y los bonos a la cartera del sistema financiero se observa cómo la financiación amplia ofrecida por el sistema financiero ha tendido a crecer más rápidamente que la sola cartera del sistema desde finales de 2004, y este fenómeno se mantuvo en el primer trimestre (el financiamiento amplio creció 15,1% en marzo) (Gráfico 25). Conviene resaltar la gran importancia que ha adquirido el *leasing* recientemente, el cual ya corresponde a cerca del 8% de todo el financiamiento otorgado parte el sector real por el sistema financiero.

Otro fenómeno que se ha acentuado en los últimos meses es la sustitución que han efectuado las firmas del sector real del crédito bancario por otras fuentes alternativas de financiamiento. En el Cuadro 3 se observa cómo en los años 2003, 2004 y 2005 la emisión de bonos y papeles comerciales de las firmas y la reinversión de utilidades ganaron un terreno considerable. En particular, sobresale el aumento que registró la participación de la reinversión de utilidades el año pasado.

GRÁFICO 25

CARTERA BRUTA (M/L)
TASA DE CRECIMIENTO ANUAL



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

CUADRO 3

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

Descripción	2002	2003	2004	2005
Obligaciones financieras totales	62,8	56,6	56,4	28,9
Otras fuentes de financiación	37,2	43,4	43,6	71,1
Bonos y papeles comerciales totales	17,5	29,3	38,7	34,3
Proveedores	9,8	10,9	13,8	10,9
Reinversión de utilidades	9,9	3,2	(8,9)	25,9

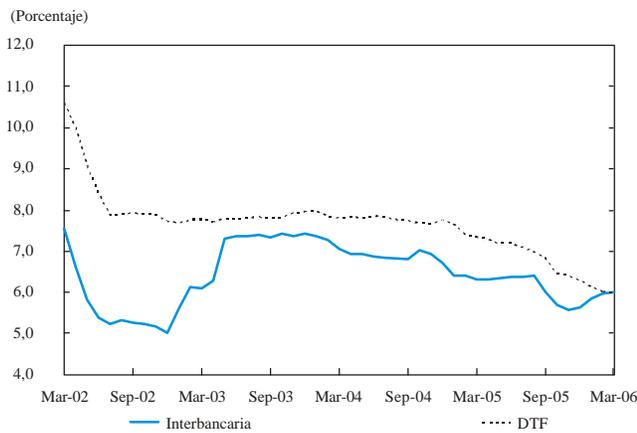
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

Por tipo de cartera, en el primer trimestre de 2006 continuaron descollando las carteras de consumo y microcrédito, las cuales, en conjunto, crecían a una tasa nominal de 41,6% en marzo. Igualmente, la cartera comercial (10,1%) viene creciendo a tasas similares a las registradas desde marzo de 2004.

La cartera hipotecaria ajustada por titularizaciones (-2,4%) aún continúa en terreno negativo; no obstante, se espera una notable recuperación de ella en los próximos meses, ante los programas emprendidos por las entidades financieras para capturar la demanda insatisfecha por crédito hipotecario.

GRÁFICO 26

TASAS DE INTERÉS NOMINALES



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

3. Tasas de interés

La mayor competencia por este mercado ha llevado a una importante caída de las tasas de interés para compra de vivienda, de 18% en diciembre de 2005 a 16,3% a marzo. Incluso para comienzos de abril, diversas entidades financieras estaban ofreciendo tasas efectivas anuales cercanas a 12%.

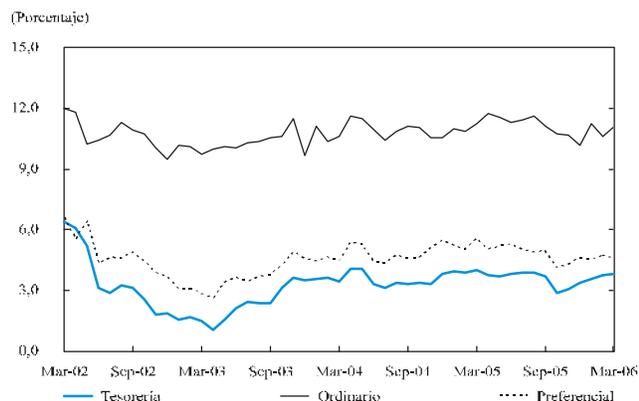
Las tasas de interés nominales de los demás créditos también tendieron a caer en el primer trimestre del año. Sobresale la caída de la DTF de 6,3% en diciembre a 6,0% en marzo (Gráfico 26). De esta forma se cerró completamente la brecha entre dicha tasa y la tasa interbancaria. Así mismo, en los últimos meses continuó la reducción de las tasas nominales para crédito de consumo y para tarjetas de crédito.

Lo acontecido con la tasa de depósitos a término fijo (DTF), en los últimos trimestres, y su muy bajo nivel actual, estaría relacionado, en parte, con una menor competencia en el mercado de certificados de depósito a término (CDT). La tendencia reciente hacia una mayor consolidación del sistema financiero parece haber disminuido el interés de los intermediarios financieros en los CDT como instrumento de captación de recursos. A ello se sumarían los altos costos que tienen que asumir los intermediarios en la operación y administración de estos papeles (por los encajes relativamente altos que conllevan, el mayor seguro de depósito, las inversiones obligatorias asociadas con ellos y el impuesto a las transacciones, entre otros).

La caída en las tasas nominales de mercado no se reflejó en las tasas reales debido a la importante reducción de la inflación (Gráfico 27). Aún así, el nivel actual de las tasa reales, tanto activas como pasivas, está todavía muy por debajo de lo que han sido los niveles promedio históricos en Colombia. Para el caso de la DTF real, dicho promedio ha sido superior a 5% frente a 1,8% de la tasa real hoy en día.

En cuanto a las tasas de deuda pública, a mediados del primer trimestre éstas llegaron a niveles mínimos históricos, especialmente en el caso de los títulos a mediano y largo plazos

TASAS DE INTERÉS REALES POR TIPO DE COLOCACIÓN



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

(de 6,2% para el título de agosto de 2008 y de 7,1% para los títulos de septiembre de 2014 y julio de 2020) favorecidas por la caída en las expectativas de inflación, entre otras causas. A partir de ese momento, las tasas comenzaron a repuntar y esto estuvo estrechamente ligado con la depreciación del tipo de cambio y, en últimas, con los temores sobre mayores aumentos en las tasas externas (Gráfico 28). Dichos movimientos no afectaron las tasas a corto plazo, las cuales permanecieron alrededor de 6%, coincidiendo con el nivel de la DTF y la tasa interbancaria (TIB).

4. Precios de otros activos

Desde febrero de 2006 el mercado bursátil colombiano viene mostrando una gran volatilidad sin que se haya definido aún una tendencia (Gráfico 29). El alto nivel que alcanzaron los precios a finales de 2005, la usual toma de utilidades en febrero y una mayor incertidumbre en torno a la evolución del tipo de cambio y de las tasas de interés explican este fenómeno. No obstante, las valorizaciones de los últimos doce meses del índice general de la Bolsa de Colombia (IGBC) aún superan el 100%.

Con información a enero de este año, los precios de la vivienda nueva en Bogotá y Medellín continuaron con crecimientos anuales históricamente moderados (6% y 7,9%, respectivamente). Este comportamiento está

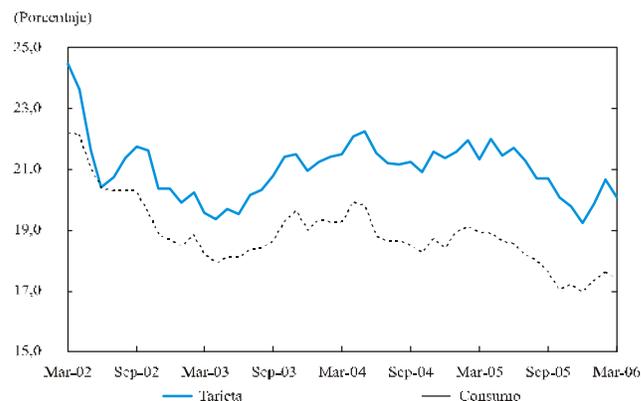
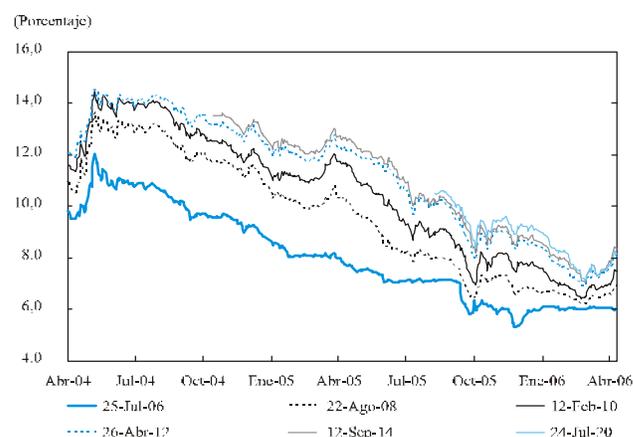


GRÁFICO 28

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



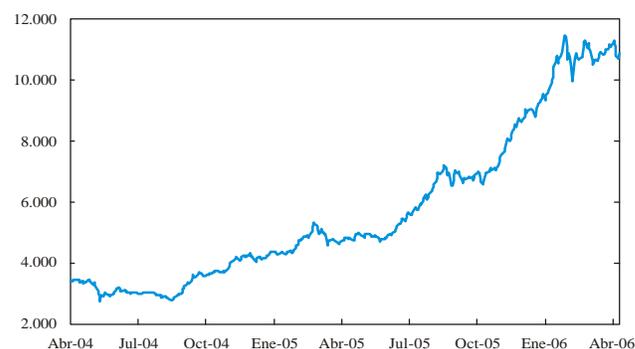
(*) Información a 12 de abril de 2006.

Fuente: SEN, Banco de la República.

GRÁFICO 29

ÍNDICE GENERAL DE LA BOLSA DE VALORES DE COLOMBIA (*)

(Base julio 3 de 2001 = 1000)



(*) Información a 12 de abril de 2006.

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

en línea con el bajo otorgamiento de créditos hipotecarios por parte del sector financiero colombiano, hasta la fecha. De acuerdo con la evidencia internacional es natural que los precios de la vivienda y el crédito asignado para compra de vivienda se refuercen mutuamente⁴.

D. UTILIZACIÓN DEL FACTOR TRABAJO Y EL MERCADO LABORAL

Al evaluar el crecimiento no inflacionario, y los excesos de capacidad productiva de la economía, una variable central es el comportamiento de la productividad. Como se ha señalado en informes anteriores, los indicadores de esta medida sólo se pueden

obtener de manera indirecta mediante el uso de otras variables; por tanto, siguiendo la estrategia definida en el Informe de septiembre de 2005, a continuación se presenta la evolución del producto por hora trabajada como indicador idóneo de la productividad del trabajo.

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

Con la información contenida en las cuentas nacionales (CN) y en la Encuesta continua de hogares (ECH), se calculó el producto por trabajador a nivel nacional y urbano⁵. El Gráfico 30 presenta información observada hasta el segundo semestre de 2005. Teniendo en cuenta la revisión más reciente al crecimiento que hizo el DANE, en los dos últimos años aumentó la intensidad con la que se utiliza el factor trabajo. El crecimiento del producto por trabajador fue de 3,9%, entre 2003 y 2004, y de 1,6% entre este último y 2005; antes de la revisión de las cifras del DANE el crecimiento era menor para 2004 (3,2%).

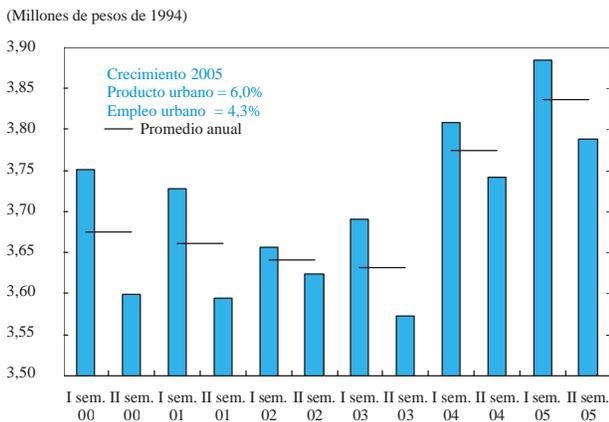
Las cifras de las CN y de la ECH muestran que el mayor producto por trabajador se explica por el aumento de la productividad del trabajo. Es así como el producto urbano por hora trabajada (Gráfico 31)

⁴ Véase al respecto: Banco de España (2006). “The Interaction Between House Prices and Loans for House Purchase. The Spanish case”, Documentos de trabajo, núm. 0605.

⁵ El producto por trabajador a nivel nacional se define como el PIB, excluyendo los servicios del Gobierno, dividido por la población ocupada a nivel nacional, sin los obreros y empleados del Gobierno. Para el producto por trabajador a nivel urbano se considera el PIB sin producción agropecuaria, minas y canteras, y servicios del Gobierno, dividido por la población ocupada de 13 ciudades, excepto los obreros y empleados del Gobierno.

GRÁFICO 30

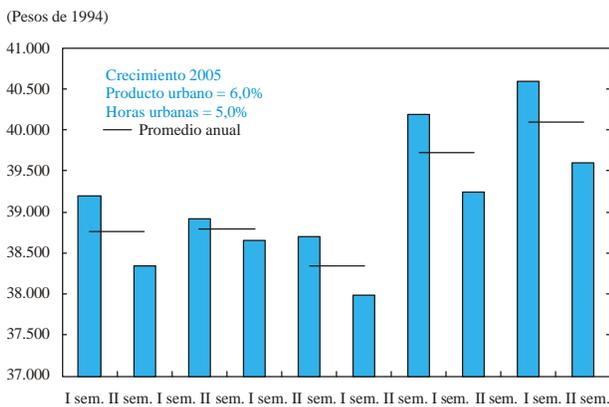
PRODUCTO URBANO POR TRABAJADOR (*)



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

GRÁFICO 31

PRODUCTO URBANO POR HORA TRABAJADA (*)



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

creció 3,6% en 2004 y 0,9% en 2005, ligeramente menor que lo esperado en Informe de diciembre (1,2% para 2005).

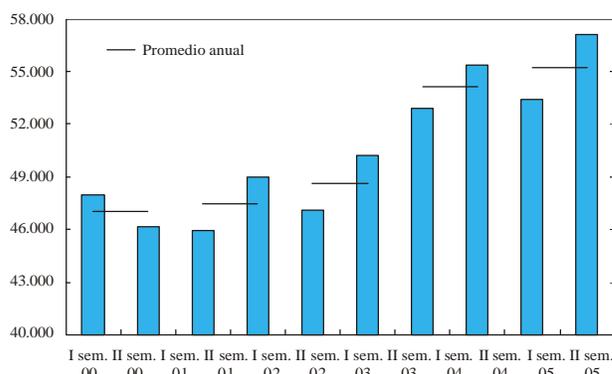
Por sectores, se observa cómo los no transables experimentaron aumentos en la productividad del trabajo. Con la información disponible, se calcula que en 2005 la productividad del trabajo en el comercio y en la construcción creció 6,2% y 2,0%, respectivamente (gráficos 32 y 33).

En el Informe del mes de diciembre se señaló que la productividad de la industria manufacturera mostraba un declive a partir de junio de 2005, pero la información corregida del DANE, con cifras a febrero del presente año parece sugerir que se trata de un fenómeno temporal que se empezó a revertir en diciembre del año anterior (Gráfico 34). La explicación radica en la aceleración reciente de la producción industrial (en el año corrido ha crecido 5,9%), la cual ha vuelto a superar el crecimiento de las horas trabajadas (Gráfico 35).

El costo laboral unitario, que se había incrementado a mediados de 2005, volvió a estabilizarse en los últimos meses (Gráfico 36), lo cual fue posible gracias a los aumentos en la productividad, que compensaron las alzas en salarios.

PRODUCTO POR HORA TRABAJADA: CONSTRUCCIÓN

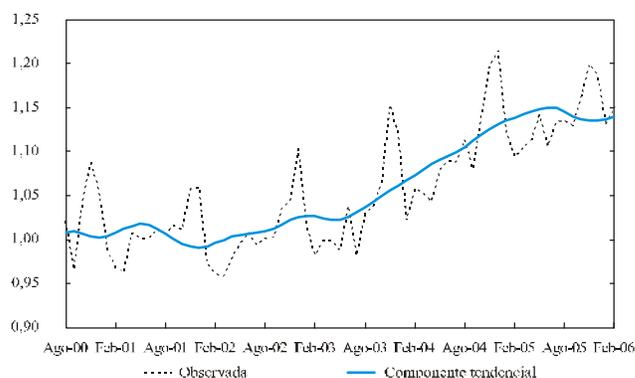
(Pesos de 1994)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

PRODUCTO POR HORA TRABAJADA EN LA INDUSTRIA

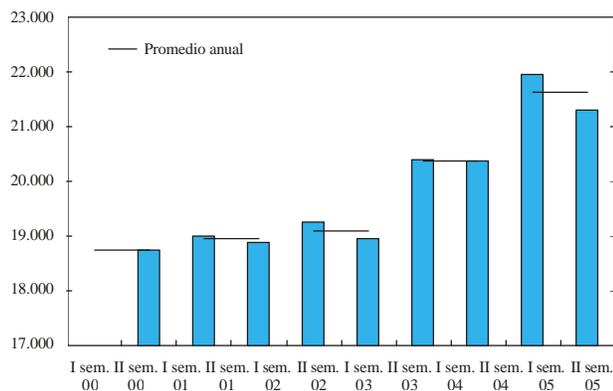
(Componente tendencial)



Fuente: DANE-Muestra mensual manufacturera.

PRODUCTO POR HORA TRABAJADA: COMERCIO

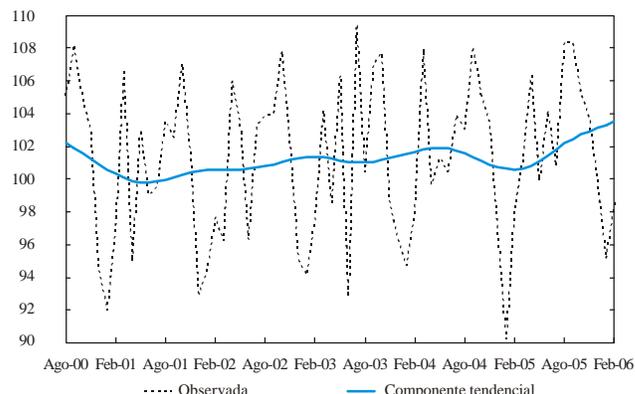
(Pesos de 1994)



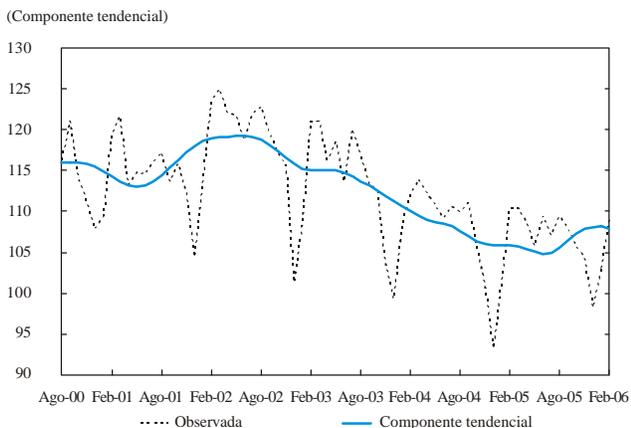
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

HORAS PROMEDIO TRABAJADAS EN LA INDUSTRIA

(Componente tendencial)



Fuente: DANE-Muestra mensual manufacturera.

**COSTO LABORAL UNITARIO REAL POR HORA
TRABAJADA EN LA INDUSTRIA**


Fuente: DANE-Muestra mensual manufacturera.

2. El mercado laboral

La información disponible sugiere que el mercado laboral se ha ajustado en los últimos trimestres, juicio que se hace con base en los siguientes hechos:

- La información de la ECH para marzo de 2006 muestra una mejoría importante en las condiciones del mercado laboral urbano en años recientes. La tasa de desempleo disminuyó 3,0 pp frente a la de marzo de 2004 y 1,7 pp frente a la del mismo mes en 2005. Simultáneamente, se presentó una caída relativa de la oferta de trabajo, como lo indica la disminución de la tasa global de participación en 1,2 pp, frente a la observada en el mismo mes de 2004.

- El nuevo nivel de la tasa de desempleo es cercano a la Nairu estimada por el Banco de la República.

Esto indica que el mercado laboral se ha ajustado y que es probable que aumentos en la demanda por trabajo puedan reflejarse en aumentos de salarios.

- El aumento de las horas trabajadas a lo largo de 2005 (5,0%), reportado por la ECH, es uno de los mayores que se ha observado recientemente, y superó al crecimiento del empleo para el mismo período (4,3%). Este fenómeno, que sugiere una utilización más intensiva del trabajo (como ya se mencionó), tiene un límite. Así, de continuar el aumento de la producción industrial al ritmo actual los empresarios deberán acelerar la contratación de empleados y esto implicará un aumento en la demanda de trabajo que estrecharía aún más el mercado laboral.
- Finalmente, la tasa de subempleo por insuficiencia de horas trabajadas pasó de 10,9% a 10,3% (para el promedio móvil de orden 3) entre marzo de 2005 y marzo de 2006.

E. INFLACIÓN A MARZO Y SUS DETERMINANTES

1. Inflación al consumidor

En marzo, la inflación anual al consumidor se ubicó en 4,1% (Gráfico 37), por debajo del punto central del rango meta fijado por el Banco y 75 pb menos que el registrado en diciembre de 2005 –dicha reducción se presentó tanto en la inflación de alimentos como en la inflación sin alimentos–.

El dato de marzo confirmó los pronósticos efectuados en el Informe de diciembre (4,1%); sin embargo, cuando se desagrega el índice de precios al consumidor

En marzo, la inflación al consumidor se ubicó en 4,1%, por debajo del punto medio del rango meta.

(IPC) se observan discrepancias considerables entre los pronósticos y los resultados finales. En marzo, la inflación sin alimentos fue 3,6%, 50 pb menos que lo esperado. Por el contrario, la inflación de alimentos cerró el trimestre en 5,2%, 90 pb por encima de lo previsto.

La sobrestimación de la inflación sin alimentos tiene dos causas: la primera, una considerable reducción de la inflación de los regulados en los primeros meses del año, algo que fue anticipado sólo de manera parcial. Desde el año pasado se observa una tendencia decreciente en la inflación de este grupo, pero en lo corrido del año este fenómeno se hizo mucho más marcado. La segunda, el comportamiento de los bienes transables, cuya inflación se redujo, contrario a lo que mostraba el pronóstico del Informe anterior.

Respecto a los alimentos, el error del pronóstico se explica por alzas más grandes que las previstas en los precios de los alimentos perecederos; para el resto de alimentos, la inflación continuó decreciendo en línea con lo esperado.

2. Inflación básica (IPC sin alimentos y otros indicadores)

En los primeros tres meses del año, la inflación básica se redujo de manera considerable: a marzo, el promedio de los tres indicadores más confiables (sin alimentos, núcleo 20 y sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos) se ubicó en 3,5%, 52 pb por debajo del registro de diciembre (Gráfico 38). El nivel de marzo es un mínimo histórico y se encuentra por debajo del piso del rango meta para este año (de 4% a 5%). Este comportamiento, a su vez, ha venido acompañado de una menor dispersión en los diferentes indicadores: entre 3,4% para la inflación sin alimentos primarios, combustibles y servicios públicos, y 3,6% para la inflación sin alimentos.

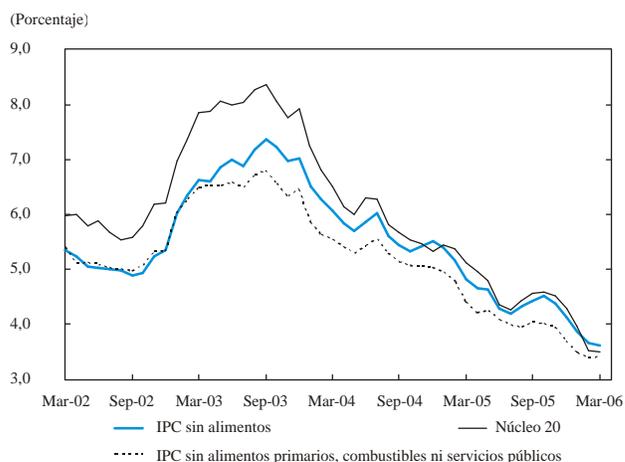
Aunque la reducción de la inflación básica, y en particular de la de sin alimentos, es un fenómeno que viene observándose desde hace cerca de dos años, su caída a comienzos de 2006 obedeció a factores un poco diferentes que la de años anteriores. Para ilustrar este hecho conviene comparar lo sucedido en el primer trimestre de este año frente al mismo período del año anterior; dicho ejercicio es pertinente dada la fuerte estacionalidad de los ajustes de precios en Colombia, en buena parte concentrada a comienzos de cada año.

INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

INDICADORES DE INFLACIÓN BÁSICA (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

En el Cuadro 4 se observa el comportamiento de la inflación sin alimentos en el primer trimestre de los dos años anteriores. Mientras en 2005, la disminución registrada se debió a los bienes transables y no transables, en 2006 dicha reducción se explica, principalmente, por los regulados y, en menor medida, por los transables. La disminución de la inflación de no transables, que desempeñó un papel importante en 2005, tuvo una contribución nula este año.

CUADRO 4

REDUCCIÓN DE LA INFLACIÓN SIN ALIMENTOS SEGÚN SUS COMPONENTES (PUNTOS BASE)

	I trim. 2005		I trim. 2006	
	Reducción de la inflación anual	Contribución a la reducción	Reducción de la inflación anual	Contribución a la reducción
IPC transables	(99)	(37)	(19)	(7)
IPC no transables	(51)	(23)	5	3
IPC regulados	(72)	(10)	(249)	(45)
IPC sin alimentos	(70)		(50)	

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Así las cosas, la evolución reciente de la inflación básica se encuentra altamente relacionada con lo que podría denominarse un choque de oferta, asociado con el comportamiento de los bienes regulados; en efecto, la reducción de la inflación anual de regulados ha sido vertiginosa en los últimos meses, pasando de 6,7% en diciembre a 4,2% en marzo (Gráfico 39).

Aunque los tres componentes de regulados cayeron y tuvieron un comportamiento más favorable del esperado, sobresale el fuerte descenso de los ajustes en servicios de transporte público; dicho fenómeno, que no deja de sorprender dado la importante alza acumulada en el precio de los combustibles, obedeció a que Bogotá no incrementó sus tarifas a comienzos de año como ha sido usual. Otro factor que ayudó fueron los menores incrementos en el precio de los combustibles, como resultado de la entrada de la biogasolina al mercado.

En cuanto a los servicios públicos, su comportamiento estuvo en línea con lo previsto por el Banco. En febrero tuvo efecto la introducción de la nueva regulación tarifaria que permitió una reducción considerable del cargo variable en Bogotá y algunas otras ciudades, disminuyendo la inflación anual del grupo.

GRÁFICO 39

IPC DE REGULADOS (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

A la fecha no es claro si los menores ajustes en los precios de los regulados se puedan sostener permanentemente. El principal factor alcista para el resto del año y para 2007 seguirá siendo el precio de los combustibles; ya que en el último año y medio, los aumentos en el precio internacional se transfirieron lentamente hacia los precios domésticos por diversas razones, entre ellas la apreciación del tipo de cambio.

A la fecha no es claro que la baja inflación de regulados pueda sostenerse permanentemente.

Sin embargo, hacia el futuro, esta coyuntura relativamente favorable desde el punto de vista de la inflación podría no mantenerse. Por un lado –como se menciona en secciones anteriores– los precios internacionales del petróleo han subido más de lo esperado, lo que podría obligar a incrementar el precio de referencia interno. Por otro lado, la tendencia hacia la apreciación del tipo de cambio es ahora mucho menos clara que en el pasado. Por tanto, no puede descartarse que en los próximos trimestres se presenten reajustes en el precio interno de los combustibles por encima de las metas de inflación, e incluso mayores que los presentados en lo corrido de 2006; situación que podría forzar alzas en el transporte público, quizá para comienzos del próximo año, especialmente en Bogotá.

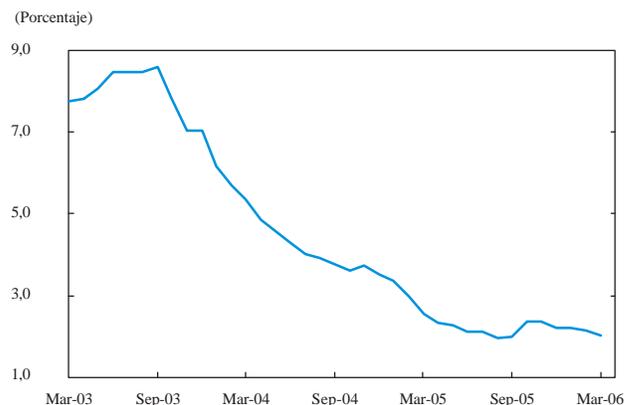
En materia de servicios públicos las rebajas en tarifas que se presentaron a comienzos de año no tienen por qué repetirse. Lo más probable es que estos precios se sigan ajustándose a tasas cercanas a la meta de inflación o a la inflación causada. De esta manera, es posible que en la primera mitad de 2007 se observe un repunte de la inflación anual de este grupo por simples efectos estadísticos.

El otro factor que contribuyó a reducir la inflación básica a comienzos de año fue el comportamiento de los transables (excluidos alimentos y regulados). A marzo, la inflación de dicho grupo se redujo levemente, ubicándose en 2%, frente a 2,2% en diciembre (Gráfico 40). La disminución, aunque significativa, es muy pequeña comparada con las observadas en 2005, especialmente a comienzos de ese año (Cuadro 4). En otras palabras, aunque los transables continuaron contribuyendo a disminuir la inflación básica y a mantenerla por debajo de la meta, esta contribución en los primeros meses de 2006 no es tan importante como a finales de 2004 y comienzos de 2005. De hecho, frente a junio del año pasado la caída de la inflación de transables ha sido mínima (de 2,1% a 2%).

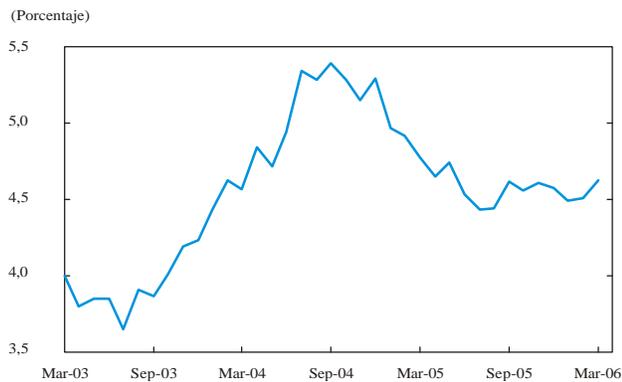
Como era de esperarse, la influencia deflacionista de este grupo se ha venido menguando debido al menor ritmo de apreciación del tipo de cambio. A pesar de ello, hay otros factores que pueden haber compensado los efectos de la menor apreciación, como son una evolución favorable de los precios internacionales para los bienes importados por el país y una mayor competencia de bienes extranjeros en el mercado nacional, ambos fenómenos relacionados con la mayor globalización

GRÁFICO 40

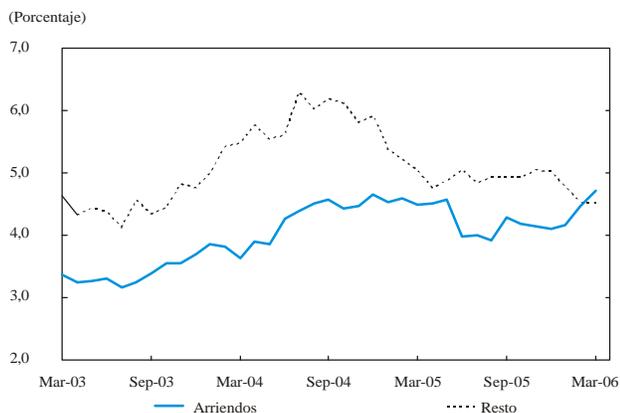
IPC DE TRANSABLES EXCLUIDOS, ALIMENTOS Y REGULADOS (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 41**IPC DE NO TRANSABLES, EXCLUIDOS ALIMENTOS Y REGULADOS**

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 42**INFLACIÓN ANUAL DE ARRIENDOS Y RESTO**

Fuente: DANE-Encuesta continua de hogares.

GRÁFICO 43**IPC DE ALIMENTOS (VARIACIÓN ANUAL)**

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

y apertura de la economía. Lo anterior explicaría la sobrestimación en que incurrió el pronóstico del Banco en el Informe de diciembre (para marzo se esperaba 2,5%); en el corto plazo, dichos factores podrían seguir presentes, limitando los ajustes en los precios de los transables.

A diferencia de regulados y transables, la inflación de no transables (excluidos los regulados y los alimentos) no contribuyó a reducir la inflación básica en el primer trimestre del presente año. La inflación de este grupo ha mostrado una gran estabilidad desde hace casi un año: a marzo, su inflación fue 4,6% (Gráfico 41), muy similar a la registrada a mediados y finales de 2005.

La evolución reciente de este grupo se debe a dos fuerzas que se han movido en direcciones encontradas en lo corrido del año. Por una parte, los arriendos (aproximadamente 20% del IPC) y por otra, el “resto” de bienes y servicios no transables (aproximadamente 17% del IPC). Para el caso de los arriendos, 2006 ha venido acompañado de incrementos inusualmente altos –la inflación mensual de febrero fue la más elevada desde abril de 1999– lo cual ha hecho que los ajustes anuales para este grupo pasaran de 4,1% en diciembre a 4,7% en marzo (Gráfico 42); dicho repunte fue mayor que el que estaba implícitamente previsto por los pronósticos del Banco.

Contrarrestando la tendencia alcista de arriendos, la inflación del “resto” se redujo de 5% en diciembre a 4,5% en marzo (Gráfico 42); en gran medida, gracias a los mínimos ajustes o, incluso, reducciones de precios de algunos bienes y servicios del subgrupo de diversión, cultura y esparcimiento. En este y en otros casos de no transables, podría estarse dado un fenómeno de sustitución de consumo hacia bienes transables para aprovechar sus bajos precios.

3. Inflación de alimentos

Entre diciembre de 2005 y marzo de 2006, la inflación anual de alimentos se redujo cerca de 133 pb, cerrando el trimestre en 5,2% (Gráfico 43). A pesar de ello, en el transcurso de estos meses los precios de varios alimentos

perecederos o primarios se ajustaron más de lo previsto, impidiendo una reducción mayor en la inflación de alimentos. De hecho, la inflación anual de este subgrupo se mantuvo en niveles muy altos, pese a alguna reducción en lo corrido del año (a marzo alcanzó 13,2%) (Gráfico 44). Las malas condiciones del clima (por exceso de lluvias) han tenido una influencia negativa en el transporte de alimentos perecederos, y en la productividad de algunos cultivos. Este choque negativo posiblemente se supere a partir del segundo semestre del año, cuando los precios de los perecederos, como se espera, corrijan a la baja.

Por el contrario, la inflación de los alimentos procesados continuó decreciendo en 2006, continuando una tendencia de largo plazo, que inició en septiembre de 2001. A marzo, la inflación de procesados fue 3,2%, menor en 154 pb que la registrada en diciembre de 2005 (Gráfico 44); tendencia explicada, principalmente, por una reducción en los precios internacionales de algunos alimentos y por la apreciación acumulada del tipo de cambio.

INFLACIÓN ANUAL DE ALIMENTOS PRIMARIOS Y PROCESADOS



Fuente: DANE-Encuesta continua de hogares.

F. CANALES DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN EN 2006

1. El tipo de cambio y la competencia internacional

Al igual que lo sucedido durante el año 2005, durante el primer trimestre de 2006 el efecto acumulado de la apreciación del tipo de cambio continuó siendo el principal factor que presionó la reducción de la inflación básica y su nivel relativamente bajo frente a la meta de este año. El fortalecimiento del peso, a principios de año, probablemente frenó los incrementos en los precios de bienes transables típicos de esta época del año.

La caída del tipo de cambio en 2005 también pudo haber amortiguado los incrementos de precios de bienes y servicios regulados, tales como combustibles y transporte, a comienzos de año, permitiendo compensar parcialmente los efectos del alza de los precios internacionales del petróleo. Aún así, el menor ritmo de apreciación desde finales de 2005 y la creciente volatilidad del tipo de cambio a comienzos de año explica porque su contribución a la reducción de la inflación ha sido menor durante lo corrido de 2006 que durante el año pasado: la inflación anual de transables disminuyó 19 pb en el primer trimestre de este año, mientras que en el mismo período del año anterior lo hizo en 99 pb.

Por otra parte, no se descarta que fenómenos como la inserción de China al comercio internacional, con sus bajos costos de mano de obra, y el creciente desarrollo de la globalización, estén limitando los incrementos de precios de los bienes expuestos a la competencia internacional. De la misma manera, es posible que el

abaratamiento relativo de los bienes transables haya estimulado la sustitución de consumo no transable por consumo transable.

2. Las expectativas

El buen comportamiento de las expectativas de inflación desde finales de 2005 y en lo corrido del año, ayudó a moderar los ajustes de precios de principios de año, lo cual se observa en el comportamiento de los precios en sectores tradicionalmente muy indexados como la educación y la salud, que a marzo mostraban inflaciones decrecientes. De la misma manera podría explicarse la estabilidad de la inflación de no transables que, a pesar del buen crecimiento económico, no registró aumentos en el primer trimestre del año.

GRÁFICO 45

VARIACIÓN DE LOS PRÓNOSTICOS DE INFLACIÓN A DICIEMBRE DE CADA AÑO BANCOS Y COMISIONISTAS DE BOLSA



Fuente: Banco de la República.

La encuesta mensual de expectativas entre bancos y comisionistas de bolsa muestra que las expectativas de inflación de los agentes están alineadas dentro del rango meta anunciado por la JDBR (Gráfico 45). En la misma dirección apunta la encuesta trimestral del Banco al sugerir que la credibilidad en el cumplimiento de la meta se mantiene alto: en la encuesta efectuada en enero, el 82% de los encuestados confiaba en su cumplimiento.

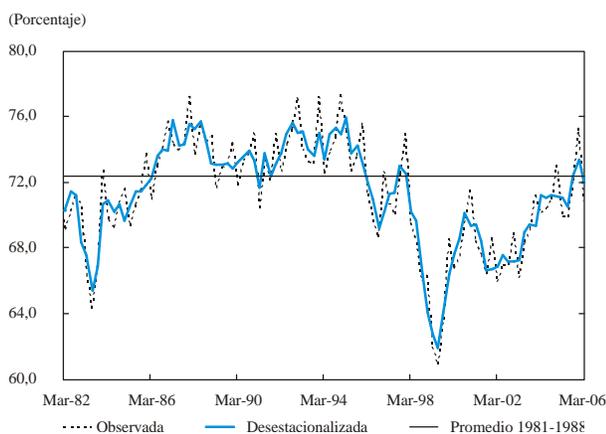
3. Excesos de capacidad productiva y presiones de demanda

Un análisis juicioso de todos los indicadores disponibles sobre capacidad productiva y presiones de demanda en la economía colombiana indica que desde mediados del año pasado los excesos de capacidad productiva son cada vez menos comunes. Un ejemplo es lo sucedido con la UCI de la industria, según la encuesta de Fedesarrollo, cuyo nivel a comienzos de año ya se situaba por encima del promedio histórico de la serie (Gráfico 46).

En la misma dirección apuntaban indicadores como la UCI de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) y la capacidad instalada relativa a la demanda de la encuesta de Fedesarrollo. Siguiendo la metodología adoptada desde el Informe de septiembre pasado, la información anterior se resume en una brecha del producto cercana a cero para comienzos del presente año (Gráfico 47).

GRÁFICO 46

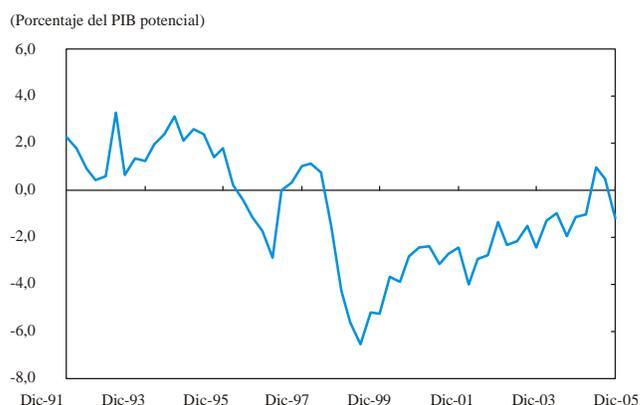
UTILIZACIÓN DE CAPACIDAD INSTALADA



Fuente: Fedesarrollo.

La estabilidad de la inflación de no transables desde hace varios meses (una vez se descuentan fenómenos de oferta) y su convergencia a la meta es evidencia de que el crecimiento de la demanda desempeñó un papel neutro en términos de las presiones inflacionarias y que, por tanto, la brecha continuó cerrándose y en la actualidad está alrededor de cero. Por otra parte, es probable que en aquellos sectores productivos que están operando por encima de sus niveles históricos los aumentos en la productividad de los factores les permita ajustar incrementos en la demanda de sus productos sin mayores presiones sobre los precios.

BRECHA DEL PRODUCTO



Fuente: Banco de la República.

4. Costos y salarios

Como lo indica el comportamiento del IPP, el cual finalizó el mes de marzo con un incremento anual de 1,45%, no se perciben mayores presiones de costos no laborales. Sin embargo, algunas materias primas básicas como los combustibles, el cemento y los metales han registrado aumentos en sus precios en los últimos meses. Tampoco se descarta aumentos en el IPP de importados como consecuencia de la depreciación observada en marzo y comienzo de abril.

En cuanto a los costos laborales hay información que sugiere que los salarios estarían ajustándose a un mayor ritmo que el pasado, y a tasas superiores a la meta de inflación. El aumento del salario mínimo (cercano al 7%), los incrementos pactados en convenciones colectivas de trabajo que en su mayor parte se ubicaron entre 5% y 7%, y ajustes de los salarios de mano de obra calificada cercanos al 10% en sectores como construcción, apoyan esta afirmación (Cuadro 5).

Estas presiones sobre los costos aún no se han manifestado en aumentos generalizados en los indicadores de inflación básica al consumidor; así, tres factores podrían explicar este fenómeno: en primera instancia, un mayor nivel de

PACTOS SALARIALES (MINISTERIO DE PROTECCIÓN SOCIAL) (PORCENTAJE)

	Porcentaje de trabajadores beneficiados para cada rango			
	menor a 5%	de 5% a 6%	de 6% a 7%	mayor a 7%
2005				
Enero-mayo	2	64	20	14
Enero-noviembre	1	47	38	13
2006				
Enero	13	19	58	10

Fuente: Ministerio de Protección Social, cálculos del Banco de la República.

competencia en los mercados de bienes y servicios, lo cual implicaría que las firmas están absorbiendo, a través de sus márgenes, los aumentos de los costos. En segundo lugar, el traspaso de los mayores costos a los precios finales puede tardar algún tiempo, reflejando fenómenos como los costos de menú o incertidumbre acerca de la persistencia del dinamismo de la demanda. Finalmente, y como se mencionó anteriormente, las ganancias de productividad permiten absorber los aumentos de la demanda sin ajustes de precios.

II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

*La economía continuará creciendo a un ritmo sólido en 2006
y en estas circunstancias no será probable que se presenten
reducciones importantes de la inflación.*

Los pronósticos de crecimiento de la economía mundial han aumentado frente a lo previsto en el Informe trimestral anterior. La fortaleza de la demanda mundial ha elevado los pronósticos de los precios de las materias primas, en particular del petróleo y de los metales. Aunque esta situación acrecienta los temores sobre una mayor inflación para 2006 y 2007 en los países desarrollados, se considera poco probable que esto se traduzca en aumentos excesivos en los indicadores de inflación básica. En los Estados Unidos en particular, los efectos competitivos asociados con la globalización, las ganancias de productividad y los cambios que han tenido lugar en la postura de la política monetaria, deben mantener contenidas las presiones sobre los precios.

Si bien, en los próximos meses se esperan algunos aumentos en las tasas de interés de los bancos centrales de las economías desarrolladas, no se esperan cambios importantes en las tasas de interés a largo plazo que modifiquen significativamente la dirección de los flujos de capital hacia las economías emergentes. Por tanto, para las economías emergentes y para Colombia en particular, el contexto externo seguirá siendo favorable. Los mayores precios de las materias primas exportadas y el buen crecimiento de la demanda mundial harán posible que estas economías se ajusten, sin grandes costos, a la menor liquidez internacional prevista.

*Se esperan algunos
aumentos en las tasas
de interés externas...*

En el caso de Colombia, los buenos factores fundamentales externos e internos mantienen el atractivo del país ante la inversión extranjera directa y los capitales de largo plazo. Este hecho, sumado a la alta confianza de inversionistas y consumidores, al aumento del empleo y a las amplias condiciones de crédito garantiza un buen crecimiento para 2006, alrededor de 5%.

*... que no deberían
modificar
significativamente los
flujos de capital hacia
Colombia.*

Para lo que resta del año no se esperan reducciones adicionales en la inflación al consumidor, aunque se considera que la probabilidad de cumplir la meta sigue siendo alta. La inflación básica anual continuará en niveles bajos en 2006 gracias a la apreciación acumulada y a su efecto sobre los precios de los transables. No se descartan algunos aumentos en la inflación de no transables como resultado de la fortaleza de la demanda interna. También podría observarse algún repunte de la inflación de regulados por aumentos en el precio de los combustibles.

A. CONTEXTO EXTERNO Y TIPO DE CAMBIO

1. Aspectos generales

La evolución de los principales indicadores externos el resto del año dependerá de cómo responda la economía de los Estados Unidos ante la política monetaria más restrictiva que viene adelantando la Fed. La mayoría de analistas espera que el ritmo de crecimiento de ese país se atenúe un poco luego del fuerte impulso que se registró a comienzos de año; en particular, se considera probable alguna desaceleración económica en el segundo semestre la cual haría todavía posible un crecimiento para todo 2006 de 3,3% y para 2007 de 3,0% (Cuadro 6).

Estos pronósticos, que suponen un dinamismo ligeramente menor al del año anterior, son muy similares a los contemplados en el Informe de diciembre. El leve enfriamiento sería el resultado de las alzas continuas en las tasas de interés a corto plazo desde hace varios trimestres, y de su efecto alcista sobre las tasas a largo plazo. Los aumentos en las tasas a largo plazo podrían continuar un poco más, incluso en ausencia de ajustes importantes en las tasas de referencia de la Fed, lo que restablecería parte de la pendiente de la curva de rendimientos.

CUADRO 6

PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO PARA LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES (PORCENTAJE)

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

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

Las tasas más altas deberán moderar el crecimiento del consumo de los hogares y con lo cual la política monetaria más restrictiva terminará haciendo la tarea de dirigir el producto hacia una senda sostenible a largo plazo. El menor desempeño esperado en el consumo sería parcialmente contrarrestado por una inversión dinámica y un gasto público todavía en expansión, a lo cual se sumaría la continuación en la recuperación del mercado laboral.

Las mayores tasas de interés en EEUU deberán conducir la economía de ese país hacia una senda de crecimiento sostenible.

Uno de los canales a través del cual el enfriamiento del consumo privado de los Estados Unidos tendría lugar, sería el de los precios de la vivienda, ya que el estancamiento o reducción moderada de estos precios debería tener efectos negativos sobre la riqueza de los consumidores norteamericanos, produciendo un ajuste en sus niveles de consumo. Por otro lado, las mayores tasas de interés reducirían el ingreso disponible de los hogares al aumentar los pagos sobre sus obligaciones hipotecarias, lo cual también afectaría su consumo.

Como se mencionó en el primer capítulo de este Informe, a la fecha se ha observado un estancamiento en los precios de la vivienda y un aumento en las tasas hipotecarias, lo que sugiere que estos dos determinantes del consumo marchan por el camino esperado. Aún así, subsiste la posibilidad de que un enfriamiento moderado del mercado de vivienda tenga efectos mínimos en el consumo privado. En este Informe se prevé un aterrizaje suave en el sector de vivienda pero no uno abrupto y profundo, como ha sido el caso en otras oportunidades.

Para las otras economías desarrolladas, las perspectivas han mejorado respecto al Informe anterior y frente a su desempeño en 2005. Sobre todo, esto es evidente en el caso de Japón, país para el cual se espera un crecimiento del PIB de 2,9% en 2006 y de 2,1% en 2007 –hace tres meses el pronóstico para 2006 era de solo 2%– (Cuadro 6).

Además, se espera que en Japón la tendencia reciente hacia la recuperación del consumo privado se consolide en los próximos meses, algo que no era tan claro en informes anteriores. A este impulso se sumaría el de la inversión privada, apoyada por la recuperación del sistema financiero. Si bien la demanda externa ha sido muy importante, se espera que un yen posiblemente más fuerte junto con la menor actividad de la economía norteamericana desaceleren un poco el crecimiento de las exportaciones, casuales, de todas maneras seguirá contando con el dinamismo de la demanda china.

En el caso de la zona del euro, la recuperación reciente de los indicadores reales en Alemania ha mejorado las perspectivas de crecimiento regional. Aún así, se espera que la expansión todavía sea baja, comparada con la de la mayoría de las economías regionales, en parte, porque persiste una rigidez estructural en varios países que frenan su crecimiento. Al igual que en Japón, en Europa también se espera alguna reactivación del consumo privado, aunque el principal motor para 2006 deberá ser la inversión, estimulada por los altos beneficios corporativos. Igualmente, las expectativas de una mayor recuperación en el mercado laboral han aumentado; sin embargo, para que esta tendencia se mantenga es importante el

desarrollo de reformas que permitan una mayor flexibilización del mismo⁶. Así las cosas, el crecimiento esperado en la región para 2006 es 2,1% y 2,0% para 2007; pronósticos que no cambiaron frente a los del Informe de diciembre pero que sí conllevan una mejoría frente a los resultados de 2005 (Cuadro 6).

Las mejores condiciones esperadas para las economías desarrolladas repercutirían en un mayor crecimiento de las economías emergentes, frente a lo contemplado en el Informe de diciembre. Los pronósticos de crecimiento para las economías asiáticas han mejorado de manera importante. Luego de la revisión reciente del PIB de China en 2005, el crecimiento esperado para 2006 y 2007 es de 9,1% y 8,7%, respectivamente; esto se sumaría al buen crecimiento esperado en India (7,9% y 7,3% para esos dos años). Así, el crecimiento de Asia excluyendo Japón sería de 7,7% en 2006, superior al observado el año anterior (7,5%)⁷.

Al igual que en Japón y la zona del euro, en varios países asiáticos el consumo privado ganaría terreno frente al resto de la demanda. Este hecho, de consolidarse, podría representar un cambio importante frente al tipo de crecimiento que ha caracterizado a China a y otras economías en años recientes, y en las cuales el consumo ha permanecido a la baja, permitiendo altas tasas de ahorro. Por otro lado, en el caso de China⁸ se espera que el yuan presente una moderada apreciación frente al dólar, similar a la observada durante 2005.

La fortaleza de la demanda mundial, y especialmente de las economías asiáticas, permite esperar nuevos aumentos en los precios de los materias primas. Hasta hace tres meses se creía probable que dichos precios se mantuvieran altos, pero estables a lo largo de 2006, cerrando el año en niveles similares a los de 2005; sin embargo, con los acontecimientos recientes, los pronósticos han tendido a aumentar. En particular, los pronósticos de The Economist Intelligence Unit (EIU) han sido revisados al alza frente a lo esperado hace tres meses. Así, el índice WCF (World Commodity Forecast) de los precios de *commodities* sin energía crecería

5,0% en 2006, frente a una caída de 2,1% contemplada en el Informe de diciembre (Gráfico 48). Esta corrección se debe en gran parte al aumento que han presentado los precios de los metales en lo corrido del presente año.

Con respecto a los pronósticos para los precios del petróleo, estos se mantienen en niveles altos. Sin

⁶ Tal es el caso de Francia que venía impulsado una reforma para reducir el desempleo en la población joven, aunque ésta no fue acogida.

⁷ Credit Suisse, "Emerging Markets Economics Daily", p. 9, 28 de marzo de 2006.

⁸ El 27 de abril las autoridades chinas aumentaron la tasa de interés de referencia de 5,58% a 5,85%, como medida para "enfriar" un poco la economía.

GRÁFICO 48

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



Fuente: Economist Intelligence Unit.

incluir el aumento de los precios observado en los días previos a la publicación de este informe, la EIU preveía que el precio de referencia WTI sería en promedio US\$61,10 por barril en 2006 y US\$56,55 por barril en 2007⁹, por encima de lo previsto en el informe de diciembre.

Para 2006 no representaría un repunte preocupante de la inflación en EEUU.

Aunque las alzas en los precios de las materias primas presionarán los costos de producción a nivel mundial, se estima que las economías desarrolladas continuarán asimilándolos sin mayores efectos sobre los indicadores de inflación básica. En el caso de los Estados Unidos, ello sería en parte el resultado de la política monetaria más restrictiva y su efecto sobre el gasto; además, allí, las ganancias de productividad, que hasta ahora han desempeñado un papel decisivo en la estabilidad de precios, seguirán haciendo una contribución importante, pero menor que en años anteriores.

Ahora bien, no se descarta que en los Estados Unidos existan presiones inflacionarias latentes por cuenta de una mayor utilización de los recursos. La utilización de capacidad instalada para la economía urbana se ha ubicado levemente por encima de su nivel histórico promedio (81%). Estas presiones junto con las de costos, complicarían el panorama inflacionario futuro. No obstante, lo anterior se ve más como un escenario de riesgo que como un hecho.

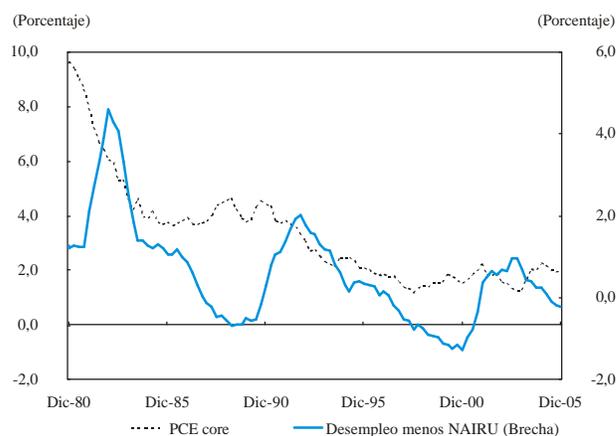
El cierre de la brecha entre la oferta y la demanda del mercado laboral también parece sumarse a los riesgos de presiones inflacionarias futuras. Sin embargo desde 1990 no parece haber una clara relación entre la estreches de dicho mercado y la inflación básica de la economía norteamericana¹⁰ (Gráfico 49).

Así, para el escenario central de este Informe se espera que el comportamiento de la inflación responda a una política económica más restrictiva. La inflación total promedio esperada para 2006 según Consensus Forecast es de 2,9% para los Estados Unidos, 2,0% para la zona euro y 0,4% para Japón. La inflación básica en el caso de los Estados Unidos sería de 2,4%¹¹, levemente por encima del promedio observado en 2005 (2,2%).

Dado lo anterior, se estima que la Fed nuevamente realice un incremento de 25 pb en su tasa de referencia en la próxima reunión del mes de mayo. Si bien algunos analistas han pensado en la posibilidad de mayores

GRÁFICO 49

MERCADO LABORAL E INFLACIÓN BÁSICA DE ESTADOS UNIDOS



Fuente: Bureau of Labor Statistics y Congressional Budget Office (CBO).

⁹ Según J. P. Morgan, Lehman Brothers y Deutsche Bank, el pronóstico del precio de referencia WTI sería de US\$61,45 por barril en 2006 y US\$54,6 por barril en 2007, con información a marzo 2006.

¹⁰ Lo anterior puede ser el resultado de un importante aumento en la productividad, la globalización mundial y el aumento en la credibilidad de la política monetaria. Deutsche Bank, "Conundrum Unraveling", marzo de 2006.

¹¹ Según J. P. Morgan, Deutsche Bank y DKW-Dresdener Kleinwort W.

La incertidumbre sobre el nivel de las tasas externas ha aumentado...

aumentos (son pocos los que tiene pronósticos por encima de 5,5%), hay que reconocer que la incertidumbre sobre qué tanto se prolongarán los ajustes es ahora mayor que hace tres meses. Esto por cuanto hay poca evidencia sobre los efectos de la política monetaria más restrictiva. Por otro lado, el aumento en las tasas de interés de largo plazo podría mitigar los aumentos en las tasas de corto plazo al aumentar la efectividad de la política monetaria.

En el caso de Japón, el ajuste a tasas de interés positivas sería mas rápido (aunque igualmente moderado) que el pronosticado hace tres meses, dado el buen comportamiento de la actividad económica y la inflación. La zona euro podría continuar con algunos aumentos graduales similares a los ya observados, para finalizar el año con una tasa de política alrededor del 3%-3,25%, siempre y cuando se mantenga un buen ritmo de crecimiento.

El aumento en las tasas de interés de Japón y la zona del euro podría implicar un debilitamiento del dólar, especialmente durante el segundo semestre de 2006. Lo anterior, sumado a una mayor demanda externa (Japón, China, entre otros países asiáticos) y a una menor demanda interna, podría inducir una estabilización y/o reducción del déficit en cuenta corriente de la economía norteamericana.

2. América Latina

La mejor perspectiva de crecimiento mundial, incluida la de las economías asiáticas, implicará una mejoría en la dinámica de los países latinoamericanos. El efecto principal se seguirá sintiendo vía los altos precios de bienes de exportación, como metales y energía, a lo cual se suma la favorable demanda externa, que seguirá impulsando las exportaciones de bienes no tradicionales de la región.

En este Informe se aumentó el pronóstico de crecimiento para los principales socios comerciales de Colombia, de 3,9% en 2006 y 3,2% en 2007 (Cuadro 6). Para Venezuela se aumentó el crecimiento de 2006 a 6,8% (desde 6,4% en el Informe de diciembre). Para 2007 se espera 4,6%. Con respecto a Ecuador, los pronósticos son menos optimistas: de 3,2% y 3,0% para 2006 y 2007, respectivamente. En general, estos dos países seguirán beneficiándose de altos ingresos petroleros, lo que les permitirá sostener un alto gasto público en sintonía con el ciclo electoral; aún así, hay factores de riesgo por cuenta de la incertidumbre política, especialmente en Ecuador.

Gracias a las mejores condiciones externas, en este Informe se esperan mayores términos de intercambio para Colombia para lo que resta de 2006 y para 2007, que lo contemplado en el Informe anterior. Así, el pronóstico para el precio del oro es de US\$560,2 por onza y de US\$53,5 por barril de petróleo, además de los niveles relativamente altos para el café, carbón y ferromanganeso (Cuadro 7).

...pero las buenas condiciones externas hacen poco probable que continúe el debilitamiento del peso.

Las buenas condiciones externas que enfrentan las economías de la región, incluida la colombiana, hacen poco probable que continúe el debilitamiento de las monedas regionales, incluso a pesar de que, hacia el futuro, el diferencial de rentabilices

tenderá a favorecer menos a las inversiones locales. Ello no significa que los tipos de cambio, incluido el peso colombiano, retornen necesariamente a los niveles de comienzos de año.

No se espera un deterioro de las facilidades de financiación de la región; según el Instituto de Finanzas Internacionales (Institute of International Finance) para América Latina, en 2006, los flujos privados netos serán de US\$38,5 billones (b), con una mayor inversión extranjera directa (US\$41 b) y una salida en la inversión de portafolio de US\$3,5 b. Estos pronósticos no excluyen la posibilidad de una menor entrada neta de capitales a corto plazo, como resultado de los aumentos recientes en las tasas externas (Cuadro 8).

CUADRO 7

PRECIOS INTERNACIONALES

	Promedio			Proyección 2006		Proyección 2007	
	2003	2004	2005	actual 1/	anterior 2/	actual 1/	anterior 2/
Café (ex dock) (dólares por libra)	0,7	0,8	1,1	1,1	1,1	1,0	1,1
Petróleo (dólares por barril)	29,0	37,3	49,8	53,5	52,7	52,9	52,9
Carbón (dólares por tonelada)	28,2	36,1	47,9	47,5	47,0	48,8	47,6
Ferróníquel (dólares por libra)	1,4	2,3	2,4	2,4	2,1	2,2	1,9
Oro (dólares por onza troy)	362,5	409,3	445,0	560,2	500,2	590,2	530,2

1/ Balanza de pagos estimada en abril de 2006.

2/ Balanza de pagos estimada en enero de 2006.

Fuente: Banco de la República.

CUADRO 8

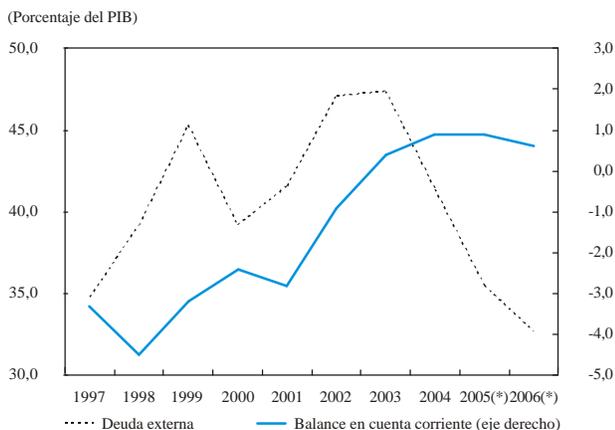
FINANCIACIÓN EXTERNA: AMÉRICA LATINA
(BILLONES DE DÓLARES)

	2003	2004	2005 (e)	2006 (proy.)
Balance cuenta corriente	11,1	20,6	31,5	8,3
Financiación externa neta				
Flujos privados netos	30,7	29,0	44,1	38,5
Inversión activos neta	27,6	39,3	45,6	37,4
Inversión directa neta	30,3	44,7	40,9	41,0
Inversión de portafolio neta	(2,7)	(5,4)	4,7	(3,5)
Crédito privado neto	3,2	(10,3)	(1,5)	1,0
Bancos comerciales	(12,7)	(13,5)	(5,0)	0,7
No-bancos	15,8	3,2	3,4	0,3
Flujos oficiales netos	(0,7)	(9,5)	(30,0)	(9,0)
Préstamo residentes	(7,8)	(17,7)	(22,5)	(8,7)
Reservas ((-) = incrementos)	(33,4)	(22,5)	(23,0)	(0,3)

(e) estimado.

(proy.) Proyectado.

Fuente: Institute of International Finance, Inc, 2006.

DEUDA EXTERNA Y BALANCE EN CUENTA CORRIENTE DE AMÉRICA LATINA


(*) Proyectado.
Fuente: World Economic Outlook.

Adicionalmente, en meses anteriores continuaron mejorando las condiciones macroeconómicas de la mayoría de países de la región. Así por ejemplo, el año comenzó sin un deterioro en el balance externo, pese al aumento de las importaciones. Además, el balance en cuenta corriente mejoraría de niveles cercanos al 0,9% del PIB para 2005 a 0,6% del PIB para 2006, según varios pronósticos (Gráfico 50). Por otro lado, proyecciones más recientes de la deuda externa de América Latina para 2006 (según World Economic Outlook –WEO, del FMI–) indican que ésta será de 33% del PIB, presentando una caída del 14% frente a la participación observada en 2003 (47%). La mejora en los fundamentales permitirá que el efecto del actual ciclo político sea mucho menor al observado en períodos anteriores.

B. CONTEXTO INTERNO

1. El crecimiento en 2006

La información disponible sobre 2006 permite esperar que las condiciones favorables para el crecimiento se mantengan. Además de las buenas perspectivas de la demanda externa y de los altos términos de intercambio, analizados en la sección anterior, otros factores que continuarán ejerciendo una influencia positiva son las bajas tasas de interés, la amplia disponibilidad de crédito, la mejora en las condiciones del mercado laboral y un gasto público en expansión, entre otros.

Al igual que en los dos años anteriores, en 2006 la demanda interna seguirá desempeñando un papel importante en el crecimiento; sin embargo, en esta oportunidad el impulso provendrá más del consumo privado que de la inversión. Hoy en día están dadas las condiciones para que el consumo de los hogares continúe fortaleciéndose, no sólo porque la confianza de los consumidores es alta, y el crédito es abundante y barato, sino porque el aumento del empleo, en número y calidad, han proporcionado mayor estabilidad a los ingresos de las familias.

Respecto a esto último, los pronósticos del ingreso privado disponible real (IPDR) muestran que su crecimiento para 2006 estaría alrededor de 5%. Además del buen desempeño del producto, otros elementos que contribuirán positivamente al IPDR este año serían las remesas y otras transferencias corrientes, los altos términos de intercambio y las mayores transferencias netas de seguridad social (véase Recuadro 1).

En general, los ejercicios de pronóstico muestran que el crecimiento del PIB en 2006 podría situarse entre 4,5% y 5,0% con una alta fiabilidad. El escenario

En 2006, el crecimiento en Colombia estaría entre 4,5% y 5% impulsado por el consumo privado principalmente.

central de este Informe está construido sobre un pronóstico de crecimiento de 4,8%, aunque en el balance de riesgos que se presenta más adelante se consideran los sesgos que acompañan esa proyección.

Dentro de los supuestos generales empleados en el escenario central de pronóstico del PIB, conviene mencionar un crecimiento importante de la productividad total de los factores, incluso por encima de su promedio histórico. También se considera un aumento de los términos de intercambio superior a los niveles ya altos de 2005 y un crecimiento de 3,9% para el caso de nuestros principales socios comerciales, y de 3,6% para el resto del mundo tal y como se señaló en el análisis del contexto externo.

En materia de sectores exportadores, el escenario central para 2006 supone una caída cercana al 2,0% en la producción de crudo, 8,5% en la producción de carbón y una caída del 2,0% en la producción de café. Respecto al sector público, se espera que continúe aportando de forma importante al crecimiento a través de una aceleración en el consumo de las administraciones públicas, a una tasa anual de 6,5%.

La inversión pública también efectuará un aporte importante mediante la ejecución de diversos proyectos de obras civiles: a nivel nacional continuaría la implementación del Plan 2.500 para la construcción de carreteras y, en el plano regional, se avanzará en la construcción de los sistemas masivos de transporte, entre otros proyectos consignados en los planes de desarrollo cuatrianuales. Así, se espera que el crecimiento de la inversión en obras civiles –fundamentalmente inversión pública– sea aproximadamente del 10,0% durante todo 2006.

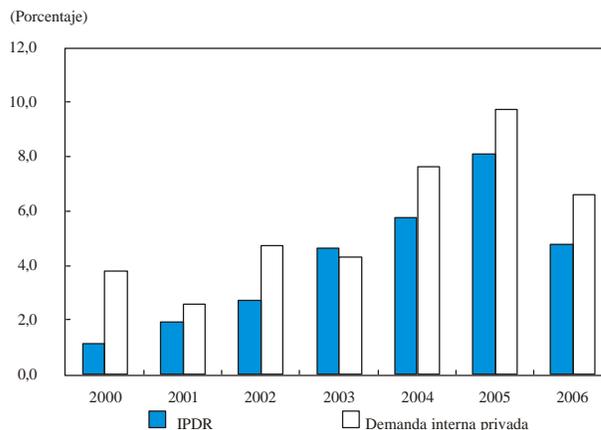
Según los modelos de pronóstico, la demanda interna privada podría crecer a un ritmo cercano a 7,0% real en 2006, muy en línea con el crecimiento del IPDR (Gráfico 51). En el escenario central se prevé una ligera aceleración del consumo de los hogares, la cual pasará de 4,9% en 2005 a 5,2% en 2006, aunque no se descarta un mayor dinamismo dadas las cifras observadas a comienzos de año y el fuerte crecimiento que se anticipa para el crédito de consumo.

A este nivel de gasto, el impulso provendría, sobre todo, del consumo de bienes no durables y semidurables, los cuales, al finalizar 2005, continuaban creciendo por debajo del ritmo de la economía; a su vez, se espera una leve desaceleración en el consumo de bienes durables. Uno de los factores que permitiría la aceleración del consumo de los hogares en 2006 es la confianza de los consumidores, la cual ha mostrado un repunte muy importante en lo corrido del año, sugiriendo un crecimiento de 5,5% para el agregado en el primer trimestre del año (Gráfico 52).

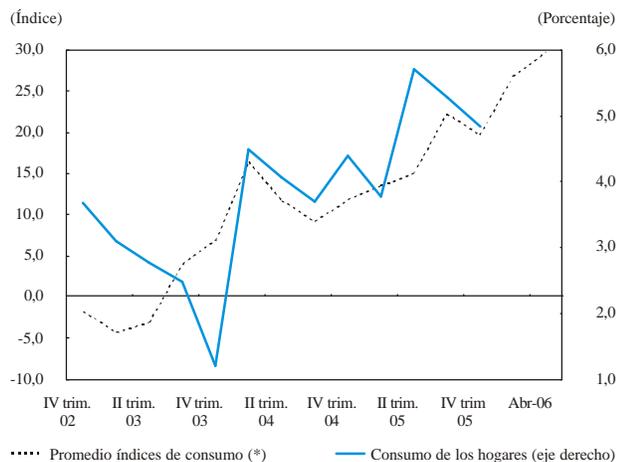
La inversión pública también deberá efectuar un aporte importante al crecimiento de 2006.

GRÁFICO 51

CRECIMIENTO DEL INGRESO PRIVADO DISPONIBLE REAL (IPDR) Y DE LA DEMANDA INTERNA PRIVADA



Fuente: DANE, cálculos y estimaciones del Banco de la República.

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


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

Por su parte, los modelos pronostican que la inversión privada (sin obras civiles) crecerá a un ritmo cercano al 10,0% en 2006. Los rubros más dinámicos seguirán siendo la formación bruta de capital fijo (FBCF) en maquinaria y equipo, y equipo de transporte (10,3%), cuyo crecimiento será el reflejo de un aumento equivalente de las importaciones de bienes de capital y de equipo de transporte. Las proyecciones también muestran una aceleración importante en la inversión de construcción y edificaciones, a 8,0% real en 2006. La construcción se beneficiaría de las reducciones en las tasas de interés de crédito hipotecario.

A diferencia de la demanda interna, la demanda externa neta no haría una contribución positiva al PIB en 2006 porque el crecimiento de las exportaciones sería más compensado por el de las importaciones, tal como ocurrió en 2005. En particular, se espera que las exporta-

ciones totales crezcan, en pesos constantes, 4,8% en todo el año, con un aumento de 3,7% en las tradicionales y de 5,4% en las no tradicionales. Es importante señalar que este escenario central no tiene en cuenta los posibles efectos de la salida de Venezuela de la Comunidad Andina de Naciones (CAN). Respecto a las importaciones totales, se prevé un crecimiento real de 13%, impulsadas por la fortaleza del consumo de bienes durables y de la inversión en maquinaria y equipo, y en equipo de transporte (Cuadro 9).

CUADRO 9

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

	2004	2005	2006
Consumo final	3,9	4,9	5,5
Hogares	4,2	4,9	5,2
Gobierno	3,3	4,8	6,5
Formación bruta de capital	14,8	29,0	11,1
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	13,4	19,8	10,5
FBCF sin obras civiles	23,2	18,3	10,5
Obras civiles	(18,8)	27,0	10,2
Demanda interna	5,7	9,2	6,7
Exportaciones totales	11,4	4,6	4,8
Importaciones totales	16,9	25,2	13,3
PIB	4,8	5,1	4,8

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

2. Crecimiento del PIB en el primer semestre de 2006

Para el primer trimestre de 2006 se prevé una expansión de 5,5%.

En la primera mitad de 2006 el PIB deberá crecer a una tasa promedio de 4,7%; crecimiento que se distribuirá muy irregularmente a lo largo de este período debido a la existencia de tres días laborales más en el primer trimestre (en parte por la presencia de Semana Santa en marzo y no en abril, tal como ocurrió en 2005). Así las cosas, se espera una expansión en el primer trimestre de 5,5%, mayor que la del segundo, la cual sería de sólo 4,0% (Cuadro 10).

Los pronósticos señalan un crecimiento de 4,1% para el conjunto de sectores transables (agropecuario, minería e industria, principalmente). Las tendencias esperadas a nivel sectorial son las siguientes (Cuadro 10):

- En el primer semestre, el sector agropecuario estará influenciado por la caída esperada en la producción de café debido a factores climáticos, fundamentalmente, lo cual implicará un crecimiento sectorial muy bajo (de 0,6% y 1,8% en el primero y segundo trimestres, respectivamente); además, para este sector se prevé un crecimiento moderado de la ganadería, especialmente de la porcina.

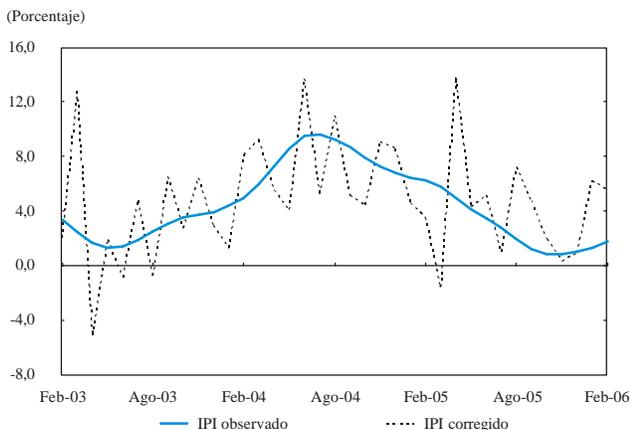
CUADRO 10

PRONÓSTICO DEL CRECIMIENTO DEL PIB SECTORIAL (PORCENTAJE)

	2004	2005	2006		Año
			I trim.	II trim.	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	4,2	2,1	0,6	1,8	2,3
Explotación de minas y canteras	3,0	3,0	6,4	3,0	2,6
Electricidad, gas y agua	2,7	3,2	6,0	2,5	2,9
Industria manufacturera	7,0	4,0	7,2	2,9	3,4
Construcción	10,6	12,6	12,1	10,4	8,7
Edificaciones	33,1	5,4	13,4	6,8	7,9
Obras civiles	(18,8)	27,9	10,0	18,0	10,2
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	6,1	9,2	8,7	6,9	6,9
Transporte, almacenamiento y comunicación	5,4	5,1	4,2	3,5	4,1
Establecimientos financieros, seguros inmuebles y servicios a las empresas	4,5	3,5	3,7	2,8	3,1
Servicios sociales, comunales y personales	2,7	4,0	3,7	3,7	6,0
Intermediación financiera medida indirectamente	11,9	8,5	5,3	5,3	5,3
Subtotal valor agregado	4,6	4,5	5,1	3,7	4,4
PIB	4,8	5,1	5,5	4,0	4,8
Impuestos, menos subsidios	7,4	13,3	10,5	7,8	9,4
Servicios financieros netos de SIFMI (*)	2,3	1,9	3,2	1,9	2,4
Transables	5,3	3,7	5,2	2,9	3,6
No transables	4,4	6,0	5,6	4,7	5,5

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

CRECIMIENTO ANUAL DEL IPI Y DEL IPI CORREGIDO POR DÍAS HÁBILES Y POR ESTACIONALIDAD (*)



(*) IPI: Índice de producción industrial real de la muestra mensual manufacturera del DANE.
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Así, el pronóstico de crecimiento para el año es de 3,5% (Gráfico 53).

Para el agregado de no transables se espera un crecimiento de 5,1% en todo el primer semestre de 2006 (Cuadro 10). Los sectores más dinámicos todavía serán la construcción de obras civiles, sector para el cual se espera un crecimiento de 14% en promedio para el primer semestre; la construcción de vivienda (10,2%) y el comercio (7,8%).

C. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

1. Supuestos externos

Uno de los principales hechos en materia económica, en los últimos meses, es la nueva tendencia que registra el tipo de cambio. Entre marzo y comienzos de abril, el tipo de cambio en Colombia se debilitó respecto al dólar, revirtiendo una tendencia hacia la apreciación que ya acumulaba cerca de un año y medio. En momentos en que se redactaba este Informe, el tipo de cambio se mantenía alrededor de \$2.370 por dólar, 4,5% por encima del nivel registrado en diciembre y 1,4% mayor que el promedio de 2005.

En informes anteriores se había dicho que para 2006 se esperaba una relativa estabilidad cambiaria con presiones muy moderadas hacia la depreciación. Sin embargo, la depreciación de los últimos meses ha superado la prevista en dichos pronósticos. Como se explicó en secciones precedentes, la nueva tendencia del tipo de cambio y su mayor volatilidad guarda relación con expectativas de aumentos en las tasas de interés externas, ya no sólo de los Estados Unidos sino también de Europa y Japón. Por otro lado, la deprecia-

• En minería, los indicadores disponibles muestran un buen comienzo de año, lo que hace prever un crecimiento superior al 6% para todo el primer semestre. Así lo sugieren los volúmenes exportados de petróleo, carbón y ferróníquel que, con datos preliminares de comercio exterior, crecían, a marzo, a tasas de 14,2%, 35,1% y 3,2%, respectivamente.

• Por su parte, con información a febrero, la industria manufacturera está creciendo a una tasa anual de 5,9%, un ritmo significativamente mayor que el de finales de 2005. Dado que marzo cuenta con tres días hábiles más, se puede esperar un crecimiento superior al 7,0% en el primer trimestre. Para el segundo trimestre, y con alguna probabilidad para el resto del año, el crecimiento industrial no será tan satisfactorio por el fenómeno opuesto (el segundo trimestre tiene tres días hábiles menos y algo similar ocurre en la segunda

ción reciente no ha sido un fenómeno exclusivo de Colombia, aunque sí puede haber golpeado al país de manera más intensa.

A pesar de las tendencias recientes, en este Informe se considera que las presiones hacia la depreciación son, en su mayoría, transitorias y que tenderán a disminuir en los próximos meses. Lo anterior no significa que la depreciación promedio para el resto del año vaya a ser igual a la contemplada en el Informe de diciembre, ni que el tipo de cambio necesariamente retornaría a los mínimos niveles de febrero. De hecho, los pronósticos que se presentan más adelante suponen un tipo de cambio promedio para 2006 ligeramente mayor que el utilizado en diciembre, pero en el contexto de una estabilidad cambiaria que se restablece gradualmente.

Los movimientos cambiarios de meses recientes se entienden como una corrección en el nivel del tipo de cambio que obedece a expectativas de mayores recortes en la liquidez internacional, las cuales no fueron previstas, inicialmente, por los mercados. Sin embargo, como se argumenta en secciones anteriores, dichos recortes, y los aumentos en tasas de interés, no serían considerables y estarían encaminados a garantizar la estabilidad de la inflación en los Estados Unidos y Europa. Esto se lograría en el contexto de un sólido crecimiento de la demanda mundial y de unos precios de las materias primas y de los combustibles en niveles históricamente altos.

Así, para este informe se prevé que la Fed incrementará su tasa de referencia hasta 5,25%, muy en línea con el consenso de los analistas externos; cifra que no representa un cambio relevante frente a lo esperado en diciembre (5%). Igualmente, se sigue confiando que dichos niveles serían suficientes para garantizar la estabilidad de la inflación en ese país, por lo menos de la inflación básica que excluye los precios de los combustibles.

También se espera que la economía norteamericana, y de otros países desarrollados, continúe asimilando los altos precios de las materias primas sin choques fuertes en inflación básica; aunque debe reconocerse que los riesgos en este sentido todavía siguen aumentando dado los repuntes recientes en el precio del petróleo. Teniendo en cuenta todo lo anterior, el pronóstico de inflación básica en los Estados Unidos para 2006 se mantuvo en 2,4%, igual que el del Informe anterior.

En general, se estima que la economía colombiana aún enfrenta un contexto externo muy favorable, incluso a pesar de las recientes alzas en las tasas de interés externas. Es esta solidez externa la que hace suponer que la volatilidad cambiaria de meses recientes sería transitoria. Dentro de los factores que permiten continuar con el optimismo frente al contexto externo, sobresalen:

- Altos y crecientes términos de intercambio para el país. Los precios de varios de los productos básicos de exportación de Colombia continuaron aumentando en lo corrido del año, superando las expectativas que se tenían

Los pronósticos de inflación suponen que la Fed incrementaría sus tasas hasta 5,25% en 2006.

en este Informe. Además, los mismos pronósticos de precios para lo que resta del año y para 2007 también aumentaron. El caso más claro es el del petróleo, para el cual se esperan precios promedios de US\$64,6 y US\$66,4 el barril (de WTI) para 2006 y 2007, frente a US\$63,5 y US\$64,1 previstos en el Informe de diciembre.

- El crecimiento mundial se mantendría sólido en los próximos trimestres, siendo un poco más favorable en este Informe que en el anterior. El crecimiento esperado para nuestros principales socios comerciales es ahora de 3,9% frente a 3,5% de diciembre. En el caso de los Estados Unidos, aunque se espera un enfriamiento de la economía hacia la segunda mitad del año como resultado de una política monetaria más restrictiva, éste sería moderado y no afectaría el desempeño de nuestras exportaciones.
- Los importantes ingresos petroleros que estarán recibiendo Venezuela y Ecuador durante éste y el siguiente año garantizan una fuerte demanda por nuestros productos de exportación. Venezuela, en particular, ha comenzado el año con muy buenos indicadores de crecimiento, lo que augura un 2006 más favorable que lo previsto inicialmente. Los pronósticos del presente Informe no tienen en cuenta los efectos de la salida de Venezuela de la Comunidad Andina de Naciones (CAN).
- Las expectativas de mayores alzas en las tasas de interés externas posiblemente reducirían los flujos de capitales a corto plazo, al menguar el diferencial de rentabilidades. Sin embargo, los sólidos factores externos y la menor vulnerabilidad que presentan las economías de la región, incluida la colombiana (por mayor nivel de reservas, menor déficit fiscal, etc.), continuarán estimulando los flujos de capitales a largo plazo.

2. Supuestos internos

El crecimiento interno sigue sorprendiendo por su vigor. Las cifras finales de 2005 (5,1%) estuvieron un poco por encima de lo previsto en el Informe de diciembre (4,9%), y aunque el último trimestre del año arrojó un resultado bajo, al parecer dicha situación involucró algunos choques de oferta que serían transitorios.

Dado lo anterior, y teniendo en cuenta el buen comportamiento de varios indicadores a comienzos de año y los mejores fundamentales externos, para este Informe se ha aumentado el pronóstico de crecimiento para todo 2006 a 4,8%, frente a 4,5% contemplado en el Informe de diciembre. Para el primer trimestre el crecimiento sería incluso mayor (5,5%) como resultado de más días hábiles, del alto dinamismo que muestra el comercio y del buen comportamiento de varias exportaciones tradicionales (carbón y ferroníquel), entre otras razones. Para el segundo trimestre el crecimiento sería más moderado (4%).

El mayor crecimiento se sustenta en un consumo privado más dinámico y en una inversión privada fuerte, los cuales permitirían mantener la relación inversión-PIB en niveles históricamente altos. Respecto al consumo, las condiciones actuales están dadas para que su crecimiento se mantenga, o incluso se acelere, gracias al aumento en las facilidades de crédito y las rebajas en las tasas de interés del crédito de consumo. Otros estímulos provendrán del mejoramiento continuo que ha registrado el empleo en los meses recientes y del incremento del salario mínimo real este año.

En cuanto a la inversión, un factor que podría desempeñar un papel importante este año es la probable reactivación del crédito hipotecario, gracias a los mayores recursos que los intermediarios financieros planean destinar para este propósito y a las reducciones significativas en las tasas que ya anunciaron. Es probable, entonces, que la inversión en vivienda sea un protagonista importante del crecimiento en 2006 y 2007.

El mayor crecimiento ha implicado y seguirá implicando más utilización de la capacidad productiva de la economía; ya que, hasta la fecha, esta capacidad ha crecido a un muy buen ritmo debido a la sólida inversión que se ha registrado en los últimos años, incluyendo 2005. Lo anterior, junto con la evidencia en torno a ganancias en productividad en diversos sectores productivos, incluso en los no transables, ha permitido un crecimiento mayor que el promedio histórico en los dos años precedentes sin generar presiones inflacionarias.

No obstante, a la fecha, diversos indicadores de utilización de capacidad productiva ya han alcanzado niveles “normales”, a partir de los cuales empieza a aumentar la probabilidad de que surjan presiones inflacionarias de demanda. En términos prácticos, esto significa que la brecha del producto se encuentra cerca de cero, en línea con lo que ya se había contemplado en el Informe precedente. El mayor crecimiento de 2005, y el esperado para el primer trimestre, condujo tan sólo a un ajuste marginal de la estimación del indicador, el cual habría estado en -0,12%, en 2005 (frente a -0,2% utilizado en diciembre).

3. Pronósticos de inflación

a. El corto plazo

Como se mencionó en el primer capítulo, aunque los resultados de inflación total al consumidor a marzo estuvieron dentro de lo previsto, la inflación sin alimentos fue menor que la esperada. Esto obedeció, sobre todo, al muy buen comportamiento de los servicios regulados, pero también a las bajas cifras de inflación de transables.

En vista de lo anterior, los modelos uniecuacionales del Banco tendieron a reducir el pronóstico a corto plazo (PCP) para la inflación sin alimentos a junio de 2006 (Cuadro 11). En esta oportunidad se prevé una cifra de 3,7% para la inflación

Varios indicadores de uso de capacidad productiva ya alcanzaron sus niveles históricos promedio.

Los pronósticos de corto plazo para la inflación se redujeron...

PRÓNOSTICOS DEL MODELO CENTRAL (MMT)

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

Fuente: Banco de la República.

anual sin alimentos, frente a 4,3% considerado en diciembre. Al interior del IPC sin alimentos los pronósticos para junio se redujeron fuertemente en el caso de la inflación de regulados (combustibles, transporte urbano y servicios públicos) de 6,0% a 4,2%, una cifra similar a la de marzo. La inflación de transables (sin alimentos ni regulados) también presenta una baja significativa en su proyección de 2,5% a 2,0% (el 34% del menor pronóstico de la inflación sin alimentos).

Por otra parte, no se presentan cambios importantes en las proyecciones para la inflación de no transables (sin alimentos ni regulados). Para este Informe se espera que su nivel a junio sea de 4,7% (Cuadro 11), ligeramente menor que lo previsto antes (4,9%). Con la nueva cifra para junio la inflación de no transables aumentaría en los próximos meses marginalmente frente al registro de marzo (4,6%) y respecto a su promedio en la segunda mitad del año pasado (4,5%).

Con respecto al PCP para septiembre (Cuadro 11), los resultados para la inflación sin alimentos se mantendría en niveles similares a los del segundo trimestre (3,7%). En general, se espera una gran estabilidad en los diferentes componentes del IPC sin alimentos en los próximos dos trimestres, lo que descartaría una reducción adicional de la inflación anual como la observada a comienzos de año. Lo anterior dado que el grueso de los ajustes de precios ya se habría presentado: en los seis años anteriores cerca del 60% de la inflación sin alimentos se ha causado en el primer trimestre, siendo en este período donde se han producido la mayoría de ajustes en el nivel de la inflación.

... sin embargo no se espera una caída adicional de la inflación básica (sin alimentos) en los próximos seis meses.

Para alimentos, el PCP mantiene una tendencia decreciente en los siguientes trimestres, que se apoya en una reducción esperada en los precios de varios alimentos primarios o perecederos (Cuadro 11). Los resultados de marzo fueron mayores a los previstos en diciembre porque los precios de varios perecederos repuntaron fuertemente. En consecuencia, los pronósticos para los próximos dos trimestres

se ajustaron al alza entre 40 pb y 50 pb. No sobra advertir que la incertidumbre en los resultados de estos modelos es particularmente alta.

En general, a corto plazo, la mayor proyección para la inflación de alimentos tendió a ser compensada por un menor pronóstico para la inflación sin alimentos, manteniendo la estimación para el IPC total sin grandes cambios frente al Informe anterior (Cuadro 11). En los próximos dos trimestres de 2006 se prevé una inflación al consumidor con una ligera tendencia decreciente que la ubicaría en 3,8% para septiembre (frente a 3,9% esperado hace tres meses).

b. El mediano y largo plazos

Bajo una política monetaria activa, el modelo de mecanismos de transmisión (MMT) redujo los pronósticos de inflación total para los próximos ocho trimestres: la proyección a diciembre de 2006 pasó de 4% a 3,9%, y para finales de 2007 lo hizo de 4,4% a 4,1%. Pese a ello, la senda central del MMT no muestra una tendencia decreciente a mediano y largo plazos. Es más, los datos para comienzos de 2008 señalan un ligero repunte a 4,2% (Cuadro 11).

Modificaciones más relevantes en los pronósticos se dieron a nivel de la inflación sin alimentos, aunque en este caso tampoco se modificaron las tendencias a largo plazo. En particular, se prevé un repunte a finales de 2006 y, sobre todo, en 2007. La nueva senda central del MMT reporta una inflación anual sin alimentos a 3,8% para diciembre de 2006 y de 4,1% para el mismo mes de 2007; además, contempla nuevos aumentos para comienzos de 2008. En el Informe de diciembre los resultados para finales de 2006 y 2007 eran 4,1% y 4,4%, respectivamente (Cuadro 11).

Los diferentes agregados del IPC sin alimentos mantuvieron tendencias similares a las descritas en el Informe anterior, aunque se presentaron algunos cambios en las magnitudes. El más importante de ellos tiene que ver con la evolución de la inflación de servicios regulados, para la cual todavía se esperan aumentos significativos, pero más moderados que los previstos anteriormente.

En el mediano plazo, las tarifas de algunos servicios regulados seguirían sujetos a presiones inflacionarias originadas en los altos precios internacionales de los combustibles. Como ya se mencionó en secciones precedentes, este fenómeno no se revertiría en los próximos dos años, lo cual implicaría aumentos en el precio doméstico de la gasolina similares, o incluso superiores, a los observados en el último trimestre (7% en promedio). A su vez, dichos reajustes inducirían alzas en las tarifas de transporte público mayores que las metas de inflación para este año y para los siguientes¹².

¹² Para el presente año, el rango meta establecido por la JDBR está entre 4% y 5%. Para 2007 la Junta anunció que el punto medio de la meta se fijaría entre 3,0% y 4,5%.

Se siguen esperando aumentos en la inflación de servicios regulados a mediano plazo.

La depreciación del tipo de cambio observada en meses recientes sería transitoria y que no ejercería presiones alcistas sobre los precios al consumidor.

Respecto a los servicios públicos, en los próximos dos años no deberían verse aumentos de precios superiores a las metas de inflación. Esto significa que podrían repuntar desde su actual nivel (2,9%) a niveles del orden del 4%. Así mismo, es probable que en 2007 no se repitan las reducciones de tarifas que se observaron a comienzos del presente año, por lo que el aumento de la inflación anual de esta canasta se concentraría en el primer trimestre del próximo año.

Todo lo anterior hace prever una aceleración de la inflación de regulados por encima de la meta de este año y especialmente del próximo. Los pronósticos para finales de 2006 y 2007 son 5,1% y 5,4%, respectivamente (Cuadro 11), que son favorables en comparación con los contemplados en el Informe de diciembre (6,6% y 7,0%, respectivamente).

Otro cambio importante en los pronósticos, aunque de menor magnitud, corresponde al de la inflación de transables (sin alimentos ni regulados). Para este Informe el MMT muestra una senda menor que la de diciembre, para terminar el año en 1,8%, frente a 2,3% previsto hace tres meses. Para finales de 2007 se sigue esperando un repunte hasta 2,9%, ligeramente inferior al pronóstico anterior (3,1%). Cabe señalar que dichos resultados suponen que buena parte de la depreciación del tipo de cambio observada en meses recientes sería transitoria y que no ejercería presiones alcistas sobre los precios al consumidor.

Los resultados para la inflación anual de no transables (sin alimentos ni regulados) no sufrieron alteraciones de importancia. El MMT persiste en mostrar un repunte de dicha variable entre finales de 2006 y la primera mitad de 2007, situándola temporalmente sobre el rango anunciado por la JDBR. Los pronósticos a finales del presente año y del próximo son 4,8% y 4,6% (Cuadro 11), invariantes frente a los del Informe anterior (4,8% y 4,7%, respectivamente).

La tendencia que describe la inflación de no transables en la senda a largo plazo del MMT obedece, fundamentalmente, al dinamismo actual y previsto de la demanda interna y a las implicaciones que ello tiene sobre el tamaño de la brecha del producto. Aunque la capacidad productiva de la economía ha vendido creciendo a un buen ritmo, la demanda lo estaría haciendo a uno mayor, lo que aumenta la probabilidad de que surjan presiones inflacionarias en el futuro.

Como se mencionó anteriormente, la estabilidad de la inflación de no transables desde hace varios trimestres se puede explicar por unas expectativas decrecientes y por un incremento de la competencia entre firmas como resultado de la mayor exposición de la economía al mercado mundial. Sin embargo, estos efectos benéficos sobre los precios, tienden a diluirse en el tiempo, permitiendo que emerjan presiones de demanda.

El MMT persiste en mostrar un aumento de la inflación de no transables.

Por último, en los pronósticos del MMT, la inflación de alimentos desempeña un papel favorable a finales de este año, ya que se espera que se sitúe cerca del piso del rango meta (a 4,1% frente a 3,8% del Informe anterior). Los pronósticos de

alimentos aumentan en el primer semestre de 2007, obedeciendo al ciclo normal de la oferta agrícola.

En general, la senda central del MMT indica que la reducción de la inflación de comienzos de año por cuenta de los regulados sería, en parte, transitoria. Este hecho, junto con el aumento de la inflación de no transables asociado con el cierre de la brecha del producto y con una inflación de transables un poco mayor, aumentaría la inflación sin alimentos en el primer semestre de 2007. Para los próximos dos años la inflación estará determinada por:

- Bajas o nulas presiones inflacionarias provenientes del tipo de cambio. Aún así, dado el comportamiento esperado del tipo de cambio, la contribución de los transables a la reducción de la inflación sería menor.
- Una demanda interna dinámica en la actualidad y en el futuro cercano que podría generar presiones sobre la inflación al consumidor en 2007, en particular sobre la inflación de los no transables.
- Expectativas de inflación afines con las metas.
- Presiones de costos originadas en los altos precios de los combustibles, que implicarían un repunte en la inflación de regulados hacia finales de 2006 y en 2007.

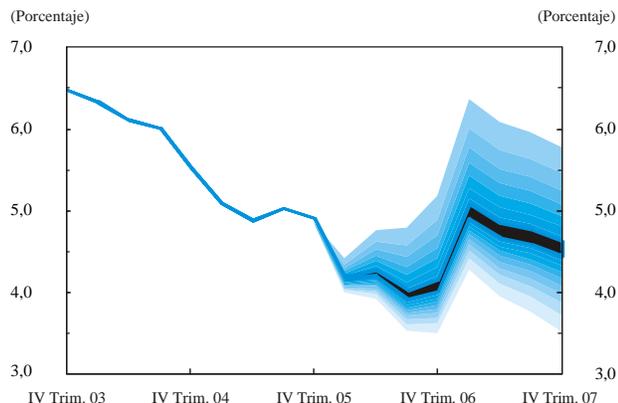
Conviene recordar que los pronósticos del MMT presentados anteriormente se obtienen bajo una política monetaria activa; en particular, los resultados contemplan una postura de política menos acomodaticia que la actual. Los pronósticos suponen que dicha política es coherente con el cumplimiento de las metas de inflación.

4. Balance de riesgos

Con el fin de ilustrar la incertidumbre que rodea el ejercicio anterior, a continuación se presenta el *Fan Chart* (Gráfico 54) para el pronóstico más probable (senda central del MMT). La elaboración del *Fan Chart* tiene en cuenta la incertidumbre histórica de las variables que tienen mayor efecto sobre la proyección de inflación. Igualmente, incorpora la posición cualitativa del equipo técnico acerca del sesgo probable asociado con el pronóstico de dichas variables.

En general, se considera que en la actualidad existen riesgos que sesgan, ligeramente hacia arriba, el pronóstico de inflación, especialmente para 2007 (Gráfico 54). Así, la probabilidad de que la inflación de diciembre del próximo año se encuentre por encima de la senda central (4,1%) es cercana al 65%. Por otro lado, el análisis indica que, bajo una política monetaria activa, muy probablemente la inflación finalizará el presente año dentro del rango meta anunciado por la JDBR. Para el año 2007 la probabilidad de que la inflación se ubique dentro de dicho

Es muy probable que la inflación termine el año 2006 dentro del rango meta fijado por la JDBR.

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


Fuente: Cálculos del Banco de la República.

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

Rangos de inflación (%)	Probabilidad (%)								
	2006			2007				2008	
	Jun.	Sep.	Dic.	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.	Mar.	
mayor a 5,5	0,0	0,0	0,0	3,2	6,5	3,9	4,7	7,6	
menor a 5,5	100,0	100,0	100,0	96,8	93,5	96,1	95,3	92,4	
menor a 5,0	100,0	100,0	99,5	82,0	77,6	85,6	84,8	79,4	
menor a 4,5	100,0	98,9	91,1	46,2	47,8	63,4	63,8	57,2	
menor a 4,0	66,7	65,8	51,6	8,4	14,8	32,0	34,9	29,8	
menor a 3,5	0,0	1,7	4,7	0,2	1,4	7,5	10,5	9,1	
menor a 3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	1,4	1,4	

rango (entre 3% y 4,5%) es alta (62,4%) y superior a la del Informe anterior (Gráfico 54).

Los riesgos más relevantes que podrían desviar el pronóstico de la senda central son:

- Una mayor depreciación que la contemplada en el pronóstico central. Este riesgo podría concretarse si se reduce la liquidez internacional más allá de lo previsto en este Informe, como resultado de las presiones inflacionarias que enfrenta la economía mundial actualmente (por altos costos de materias primas y fuerte crecimiento). La reducción del diferencial de rentabilidades en contra de las inversiones en pesos observada desde hace ya varios meses, tampoco contribuye a la estabilidad del tipo de cambio, sobre todo si aumenta la incertidumbre sobre la situación del contexto externo.
- El crecimiento de la demanda interna, en particular el del consumo privado, podría ser más alto que el esperado en el escenario base. Las noticias más recientes sobre confianza de los consumidores y ventas al por menor apuntan en esta dirección. En el pronóstico central tampoco está contemplado plenamente el efecto que podrían tener las recientes reducciones en las tasas para crédito de consumo e hipotecario, sobre el gasto de los hogares.
- Las expectativas de inflación utilizadas en la senda central pueden estar subestimadas en vista del comportamiento del tipo de cambio en los últimos meses.
- Los aumentos salariales por encima de las meta de inflación. Como se ilustró en secciones anteriores, los salarios de sectores formales podrían

ajustarse a tasas superiores a las del año pasado, y varios puntos por encima de la meta de este año y del rango anunciado para 2007.

Conviene aclarar que algunos de los riesgos contemplados en el Informe de diciembre fueron incorporados a la senda central del actual pronóstico. Entre ellos se destaca una menor inflación de servicios regulados, un tipo de cambio un poco más alto y un mayor crecimiento. Por otro lado, en el balance de riesgos anterior no se tuvo en cuenta las consecuencias del retiro de Venezuela de la CAN.

EL INGRESO PRIVADO DISPONIBLE REAL

Andrés Mauricio Velasco M.*

El ingreso disponible privado es uno de los determinantes más importantes del gasto privado, y en particular del consumo de los hogares. Esta variable es más relevante en economías en las cuales una buena parte de los agentes están sujetos a restricciones crediticias. También, la demanda privada depende de la confianza de los consumidores e inversionistas, la riqueza de los agentes (correlacionada con su ingreso permanente), su capacidad de endeudamiento y la liquidez con que cuenta la economía.

El DANE publica la información del ingreso de los agentes institucionales con cerca de dos años de rezago. Con el fin de contar con un análisis más actualizado de los cambios en esta variable, del estado del gasto privado y su posible comportamiento en el futuro, el equipo de inflación del Banco de la República estima el ingreso disponible privado siguiendo las metodologías estándar en la literatura para tal efecto¹.

El ingreso privado es el flujo total de recursos con el que cuentan los individuos de un país para realizar sus gastos de consumo, inversión, y transferencias a terceros. De este cálculo se deben sustraer las contribuciones que realizan los hogares y las empresas a la seguridad social; en cambio, se debe agregar el ingreso que los agentes reciben por concepto de prestaciones sociales y transferencias netas, ya sea desde el Gobierno o desde el resto del mundo (por ejemplo las remesas netas que envían los trabajadores desde otros países). Las transferencias entre los diferentes agentes del sector privado no son tenidas en cuenta por cuanto son transacciones al interior del sector privado. Finalmente, se deben descontar del ingreso privado el pago de impuestos directos e indirectos que hacen los dichos agentes al Gobierno central y a los gobiernos regionales y locales.

Para evaluar la capacidad de compra del ingreso privado disponible real se debe tener en cuenta la variación en los términos de intercambio. Como se sabe, una parte del gasto privado se hace en moneda extranjera² y, de igual forma, una parte del ingreso de este sector proviene de las ventas externas de la producción nacional. Cuando se altera la relación de términos de intercambio (precio de los bienes exportados sobre precio de los bienes importados), también se altera la capacidad de pago en moneda extranjera por parte del sector privado y, por consiguiente, se modifica la capacidad de compra de su ingreso. El efecto de los términos de

* Profesional especializado de la Sección de Inflación del Departamento de Programación e Inflación del Banco de la República. El texto es responsabilidad exclusiva del autor y no compromete al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

¹ Véase, por ejemplo, el capítulo 5 de Eduardo Lora (2005). *Técnicas de medición económica. Metodología y aplicaciones en Colombia* (tercera ed.) Editorial Alfaomega, Bogotá.

² En Colombia es particularmente importante el gasto en dólares por la compra de bienes de consumo durables y por el gasto de inversión en bienes de capital y en equipo de transporte.

intercambio (TI) se puede calcular como³: $TI = (X/P_M) - (X/P_X)$; donde X son las exportaciones en dólares corrientes, y P_M y P_X son, respectivamente, los precios de las importaciones y de las exportaciones en dólares.

Para obtener el ingreso privado disponible real deben llevarse a pesos constantes todos los flujos que se encuentran en dólares, con el uso de los deflatores adecuados. Para este ejercicio, el cambio de moneda se realizó con la tasa representativa del mercado promedio. Las transferencias corrientes netas se deflataron con el IPP de importados, mientras que los flujos nacionales se deflataron con el IPC total. La ecuación 1 sintetiza el cálculo del ingreso privado disponible real ($IPDR$):

$$(1) \quad IPDR = PIB - Tx + Transf_{ss} + Transf_{CORR} + TI,$$

donde PIB es el producto interno bruto real; Tx son todos los impuestos directos e indirectos, incluidos los impuestos al patrimonio, impuesto de seguridad democrática y los impuestos a las transacciones financieras, deflactados con el IPC o con el deflactor implícito de los impuestos asociados con la producción; $Transf_{ss}$ son las transferencias netas de la seguridad social en pesos reales, es decir, las prestaciones por pensiones, riesgos profesionales o salud, menos las contribuciones a estos servicios sociales deflactadas con el IPC; $Transf_{CORR}$ son las transferencias corrientes netas y las rentas de factores netas provenientes del exterior, traídas a pesos constantes con la tasa representativa del mercado promedio y el IPP de importados; y TI es el efecto de los términos de intercambio.

El Gráfico R1.1 muestra la evolución de las diferentes variables que componen el IPDR (con excepción del PIB) en lo corrido la década, y las proyecciones para 2006 de cada una de las variables.

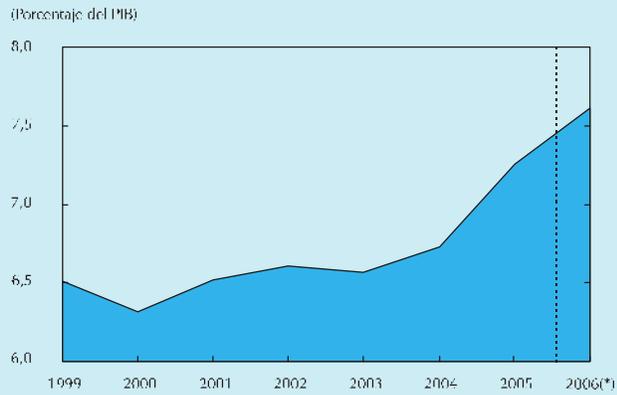
El Cuadro R1.1 muestra la contribución de cada uno de los componentes al crecimiento del IPDR: se observa que la estabilidad relativa en los términos de intercambio, entre 2005 y 2006, no provocaría un aumento mayor del IPDR por este concepto, mientras que el crecimiento del PIB y las transferencias netas de la seguridad social y del resto del mundo continuarían aportando al crecimiento del IPDR⁴. De otro lado, el crecimiento del ingreso disponible privado (sin tener en cuenta el efecto de los términos de intercambio) pasa de 4,0% en 2005 a 4,7 % en 2006.

³ Véase New Zealand's Official Statistics Agency: <http://www.stats.govt.nz/default.htm>

⁴ Para el efecto TI , en 2006 se supuso un precio del petróleo WTI de US\$53,5 por barril en promedio, y un precio del café de US\$1,06 por libra. Ambos precios podrían ser mayores, aumentando de esta manera el efecto TI .

GRÁFICO R1.1
EVOLUCIÓN DE LOS PRINCIPALES FUNDAMENTOS DEL CRECIMIENTO
DEL INGRESO PRIVADO DISPONIBLE REAL (IPDR)

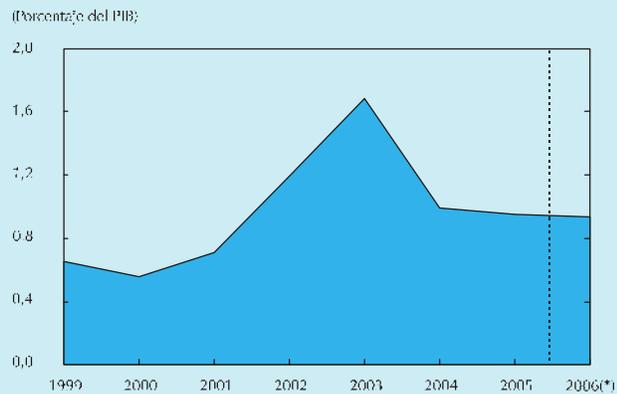
(A) IMPUESTOS INDIRECTOS NETOS



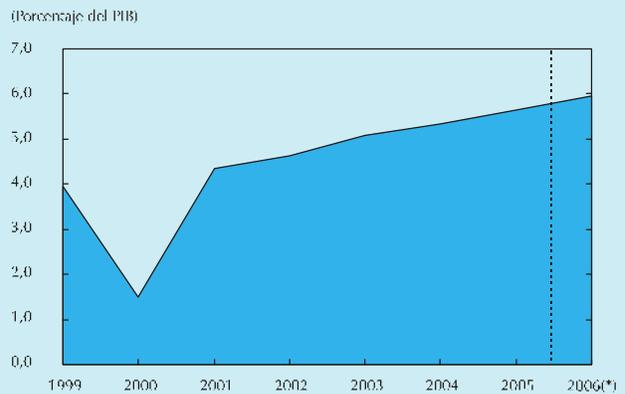
(B) IMPUESTOS DIRECTOS NETOS



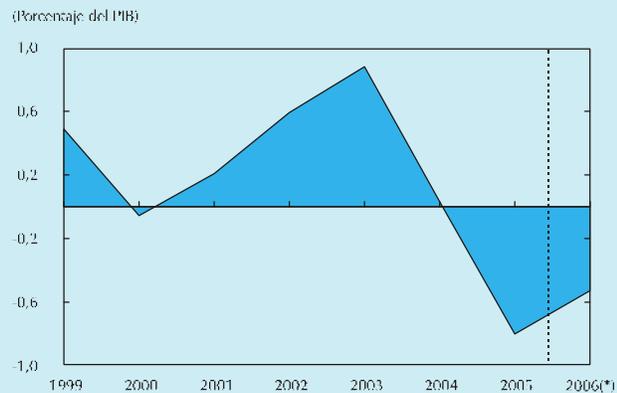
(C) OTROS IMPUESTOS: SEGURIDAD DEMOCRÁTICA, IMPUESTO AL PATRIMONIO Y GRAVÁMEN A LAS OPERACIONES FINANCIERAS



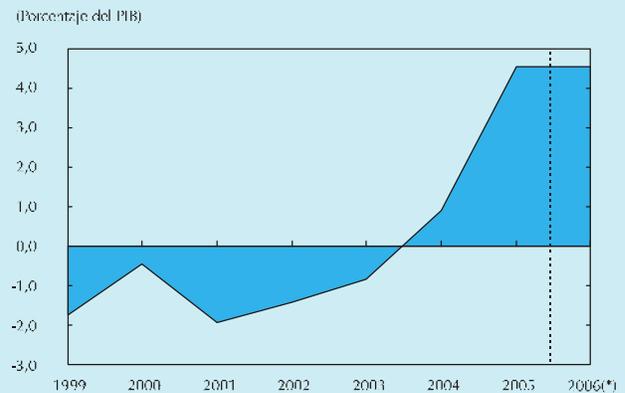
(D) TRANSFERENCIAS NETAS DE LA SEGURIDAD SOCIAL



(E) TRANSFERENCIAS NETAS DESDE EL EXTERIOR



(F) EFECTO TÉRMINOS DE INTERCAMBIO



(*) Proyecciones del Banco de la República.

Fuente: (A) DANE, cálculos del Banco de la República. (B) Ministerio de Hacienda y Crédito Público, cálculos del Banco de la República. (C) Ministerio de Hacienda y Crédito Público, cálculos del Banco de la República. (D) Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República. (E) Banco de la República. (F) Banco de la República.

CUADRO R1.1
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DEL IPDR
(PORCENTAJE)

	IPDR	PIB	Impuestos	Transferencias netas SS	Transferencias corrientes netas	Efecto términos de intercambio
1999	(1,3)	(4,7)	1,0	1,2	1,1	0,2
2000	1,1	3,2	(0,2)	(2,6)	(0,6)	1,4
2001	1,9	1,6	(1,6)	3,2	0,3	(1,7)
2002	2,8	2,1	(0,2)	0,4	0,4	0,6
2003	4,6	4,2	(1,2)	0,7	0,3	0,6
2004	5,8	5,2	(1,0)	0,6	(0,9)	1,9
2005	8,1	5,5	(1,3)	0,6	(0,9)	4,2
2006 (*)	4,8	5,0	(1,4)	0,6	0,3	0,2

(*) Proyectado.

Fuente: Banco de la República.

LA POLÍTICA MONETARIA BAJO INCERTIDUMBRE

Mario Nigrinis*

En el momento de tomar decisiones la autoridad monetaria enfrenta diversas fuentes de incertidumbre: por ejemplo, las revisiones periódicas del crecimiento del PIB que hace el DANE afectan la medición de la brecha del producto y, por ende, la percepción sobre los excesos de capacidad instalada de la economía. Otro ejemplo corresponde a la dinámica de la tasa de cambio, la cual está determinada por factores muy inciertos y volátiles como son: el precio de los bienes que el país exporta y los flujos de capital. El nivel de equilibrio de esta tasa podría alterarse si se presentan choques en estos factores fundamentales, lo que afectaría la senda de inflación esperada y exigiría un ajuste de la política monetaria. En general, la incertidumbre hace que el comportamiento óptimo de la actividad monetaria sea diferente respecto al que se daría en un escenario ideal en el que las variables son determinísticas.

La política monetaria óptima

Para entender los efectos de la incertidumbre sobre las decisiones de la autoridad monetaria, primero, es necesario definir qué es una política monetaria óptima. El objetivo de la política monetaria es alcanzar una tasa de inflación baja y estable; sin embargo, no existe una única forma de cumplir con este propósito, por esta razón la conducción de la política monetaria debe ser óptima en términos del bienestar de la sociedad. Cuando la JDBR toma una decisión sobre la tasa de interés de intervención, no sólo tiene en cuenta la desviación del pronóstico de inflación respecto a la meta, también considera los efectos de sus decisiones sobre las fluctuaciones del producto alrededor de su nivel no inflacionario y la volatilidad de la tasa de interés. Estas variables se “condensan” en una función que los economistas denominan de *pérdida de bienestar* (ecuación 1). Por tanto, se define como política monetaria óptima, aquella que permite cumplir con las metas de inflación minimizando su efecto sobre el bienestar de la sociedad (W_t).

$$(1) \quad W_t = I_p(p_t - p^*)^2 + I_y(y_t - y^*)^2 + I_i(i_t - i_{t-1})^2$$

donde: I_p , I_y y I_i corresponden al peso que la autoridad monetaria le asigna a las desviaciones de la inflación, producto y volatilidad de la tasa de interés, respectivamente, p^* es la meta de inflación, y^* es el nivel de producto de inflación estable.

* Profesional especializado de la Unidad de Asuntos Especiales del Departamento de Programación e Inflación del Banco de la República. El texto es responsabilidad exclusiva del autor y no compromete al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

Al utilizar este tipo de funciones cuadráticas, el bienestar de la sociedad resulta afectado por las desviaciones absolutas de estas variables respecto al nivel deseado; por ejemplo, incumplir la meta de inflación por 1 pp tiene el mismo efecto negativo que sobre-cumplir la meta por 1 pp; así mismo, los costos para la sociedad aumentan de manera exponencial en la medida en que las desviaciones son mayores¹.

La política monetaria óptima bajo incertidumbre

En la literatura internacional se encuentra que las principales fuentes de incertidumbre que enfrenta la autoridad monetaria son:

- a. El estado de la economía²
- b. La naturaleza de los choques que afectan la inflación³
- c. El verdadero valor de los parámetros de los modelos de proyección y simulación de política del banco central
- d. El rezago con que actúa la política monetaria⁴

En el caso de incertidumbre sobre los parámetros de los modelos, diferentes trabajos⁵ han encontrado que en el caso de desviaciones esperadas de la inflación respecto a la meta establecida la política monetaria óptima consiste en variaciones moderadas y persistentes de la tasa de interés. En la teoría económica este resultado se conoce como el *conservatismo de Brainard*⁶; principio que contrasta con la política monetaria óptima cuando no hay incertidumbre. En este caso, la reacción óptima del banco central es un ajuste agresivo de su tasa de interés para corregir cualquier desviación de la inflación respecto a la meta de manera inmediata.

Los efectos de la incertidumbre sobre el estado de la economía en la política monetaria óptima se reflejan en la regla de tasa de interés que sigue la autoridad monetaria⁷ (ecuación

¹ El costo en el bienestar de una desviación de la meta de inflación en 2 pp es más del doble que cuando la desviación es de 1 pp.

² El estado de la economía hace referencia a mediciones de actividad económica como la brecha del producto, del desempleo o de la utilización de la capacidad instalada.

³ En cuanto a la naturaleza de los choques, estos pueden ser temporales o permanentes, reales o nominales, de oferta o de demanda.

⁴ Los estudios para Colombia estiman que el efecto máximo de la política monetaria sobre la inflación se da en un plazo de seis trimestres.

⁵ Véase Ben Martin (1999). "Caution and Gradualism in Monetary Policy Under Uncertainty", en Documento de trabajo, núm. 105, Banco de Inglaterra. Marc Giannoni (2006). "Robust Optimal Policy in a Forward-Looking Model with Parameter and Shock Uncertainty", Documento de trabajo, NBER, núm. 11942.

⁶ Véase W. Brainard (1967). "Uncertainty and the Effectiveness of Policy", en *American Economic Review*, papers and proceedings, Vol. 57, pp. 411-425.

⁷ Existen diferentes tipos de reglas, en este caso, la ecuación 2 corresponde a una función de reacción tipo Taylor.

2). Específicamente, afectará la respuesta de la autoridad monetaria ante desviaciones esperadas de la inflación respecto a la meta, y la del producto respecto a su nivel no inflacionario.

$$(2) \quad i_t = g_p(p_t^e - p^*) + g_y(y_t - y^*) + g_i i_{t-1}$$

donde p^* es la meta de inflación, y y^* es el nivel de producto de inflación estable. Por otro lado, g_p y g_y corresponden al grado en que la tasa de interés de política de reaccionar a las desviaciones del pronóstico de inflación respecto a su meta, y a las desviaciones del producto frente a su nivel no inflacionario, respectivamente; g_i es el parámetro de suavización de la tasa de interés en la regla de política.

En la literatura internacional⁸ se encuentra que ante la presencia de incertidumbre sobre el estado de la economía la política monetaria óptima asigna valores menores a las desviaciones de las variables (los coeficientes g en la ecuación 2) que en el caso de certeza; de esta manera, los movimientos de la tasa de interés serán moderados.

Cuando se considera que hay incertidumbre sobre los rezagos de la política monetaria, los estudios que se han hecho a nivel internacional⁹ muestran que una regla de política moderada, que responde a las desviaciones a mediano plazo de la inflación respecto a la meta, es óptima en términos de bienestar. En este contexto, una regla de política que responde a desviaciones de la meta de inflación a un horizonte de tiempo menor¹⁰, tiene el problema de que no logra minimizar la volatilidad del producto; en otras palabras, si la autoridad monetaria no actúa con suficiente previsión, puede que no pierda la meta de inflación, pero inducirá una mayor desaceleración del crecimiento para cumplir con su objetivo.

En conclusión, la política monetaria óptima bajo incertidumbre consiste en un ajuste de tasas de interés gradual y persistente con el fin de cumplir la meta de inflación, siempre y cuando la autoridad monetaria actúe con la debida anticipación. Además, en términos de bienestar, es costoso reducir el horizonte de tiempo de respuesta a desviaciones esperadas de la inflación respecto a la meta, pues esto implica una reacción más fuerte de la tasa de interés, que termina induciendo un mayor efecto sobre la tasa de crecimiento del producto a corto plazo.

⁸ Véase F. Smets (1998). "Output Gap Uncertainty: does it Matter for the Taylor Rule?", Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, Monetary Policy under uncertainty Workshop. A. Drew y B. Hunt (1998). "The Effects of Potential output Uncertainty on the Performance of Simple Policy Rules, Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, Monetary Policy Under uncertainty Workshop.

⁹ Véase Y. Ha (2000). "Uncertainty about the Length of the Monetary Policy Transmission Lag: Implications for Monetary Policy", Banco de la Reserva de Nueva Zelanda, Serie documentos para discusión.

¹⁰ En este caso se puede considerar una situación en la que la autoridad monetaria espera a que la inflación repunte para empezar a ajustar la tasa de interés de intervención.

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS
DE ANALISTAS LOCALES Y EXTRANJEROS**

Este es un recuento de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía colombiana para 2006 y 2007. Cabe anotar que al momento de la consulta los agentes contaban con información a marzo de 2006.

I. Proyecciones para 2006

En el Cuadro A1 se presentan los pronósticos para 2006. En promedio, los analistas locales esperan un crecimiento económico de 4,4%, 17 pb por encima del pronóstico del trimestre anterior, y los extranjeros de 4,7% (52 pb por encima). Las expectativas pudieron haber mejorado por varias razones. Primero, el dato de crecimiento de 2005 (5,1% anual) que sorprendió al alza, luego de la corrección metodológica del DANE a la medición de la industria. A esto se suma el hecho de que la industria comenzó el año con crecimientos altos (6,3% y 5,9% anual en enero y febrero, respectivamente), a pesar de que la mayoría esperaba una desaceleración como consecuencia de la apreciación acumulada. También pudo influir el

**CUADRO A1
PROYECCIONES PARA 2006**

	Crecimiento del PIB real (Porcentaje)	Inflación IPC (Porcentaje)	Tasa de cambio nominal (fin de)	DTF nominal (Porcentaje)	Déficit fiscal (Porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo (13 ciudades) (Porcentaje)
Analistas locales						
Revista <i>Dinero</i>	4,1	4,6	2.300	7,1	1,7	11,5
Citibank Colombia	4,5	4,3	2.329	6,2	1,2	10,8
Banco Santander	4,0	4,1	2.270	6,2	1,4	10,0
BBVA Ganadero	4,4	4,0	2.373	6,2	1,8	11,1
Suvalor-Bancolombia	4,8	4,2	2.330	6,2	0,9	10,0
Corficolombiana-Corfivalle	4,5	4,8	2.372	7,6	-0,8	12,0
Fedesarrollo	4,7	4,5	2.350	7,0	1,8	n.d.
Promedio	4,4	4,4	2.332	6,6	1,1	10,9
Analistas externos						
C. S. First Boston	5,2	4,5	2.302	7,0	n.d.	10,8
Bear Stearns	5,2	4,2	2.250	7,0	1,5	11,0
Merrill Lynch	4,2	4,8	2.350	7,8	1,5	n.d.
J. P. Morgan Chase	4,5	4,2	2.325	6,3	2,0	13,0
Deutsche Bank	4,2	4,1	2.437	6,9	1,4	n.d.
Promedio	4,7	4,4	2.333	7,0	1,6	11,6

n. d.: No disponible.
Fuente: Revista *Dinero*.

hecho que el índice de confianza del consumidor de Fedesarrollo llegó a su máximo histórico, lo cual permite esperar que el buen crecimiento se mantenga. Esto confirmaría que los resultados de la actividad económica continúan sorprendiendo al mercado y, dadas las tendencias recientes, podrían seguirlo haciendo.

En cuanto a la inflación para 2006, el pronóstico de los analistas locales disminuyó 24 pb, mientras que el de los extranjeros lo hizo en 40 pb para situarse ambos en 4,4%. Puesto que la inflación anual en abril de 2006 fue 4,1%, estos pronósticos suponen que la inflación se debe incrementar ligeramente en lo que resta del año. Como ocurre desde hace seis trimestres, todos los analistas confían en el cumplimiento de la meta (entre 4% y 5% para 2006), pero en esta ocasión la mayoría de los pronósticos se sitúan ligeramente por debajo del punto medio del intervalo, probablemente debido al buen comienzo del año en materia de inflación y a las expectativas de aumentos en las tasas de interés por parte de la JDBR en lo que resta del año.

Con respecto al tipo de cambio, en promedio los analistas bajaron su pronóstico \$36 (a \$2.332). Es decir, esperan que la divisa se deprecie 2%, en promedio, en comparación con el precio de fin de 2005 (la máxima depreciación esperada es de 6,3% y la mínima de -1,5%). Se debe señalar que, desde hace año y medio, cada trimestre los pronósticos han sido revisados a la baja en \$79 en promedio. Cabe preguntarse si esta tendencia se revertirá con el comportamiento de la tasa de cambio desde abril, cuando aumentó desde \$2.290 hasta niveles cercanos a \$2.380.

Para la DTF, a pesar de que todos esperan alzas frente a los niveles actuales, la mayoría de los analistas volvieron a corregir sus pronósticos para fin de año a la baja (frente a los de hace un trimestre). El promedio de los locales se sitúa en 6,6% y el de los analistas extranjeros en 7,0% (desde hace año y medio ambos han reducido sus pronósticos para 2006 en promedio en 32 pb por trimestre). Es posible que la caída de la inflación en los primeros meses del año le indique a los analistas que se requieren menores incrementos en las tasas que hace un trimestre. Ningún analista espera reducciones adicionales en la DTF (cayó 40 pb en lo corrido de 2006 frente al fin de 2005 para ubicarse en 6%) y en promedio, prevén que aumente 80 pb en lo que resta de 2006. Esto estaría en línea con la reciente subida de 25 pb por parte de la JDBR en su reunión pasada. Para el déficit fiscal esperan que sea del orden de 1,4%, 50 pb por debajo del nivel de hace un trimestre, y en línea con la proyección del Confis (2% para el sector público consolidado). Por último, el pronóstico de la tasa de desempleo en 13 ciudades corrigió a la baja en 11 pb, en promedio, para situarse en 11,1%.

II. Proyecciones para 2007

Para 2007, los analistas locales prevén 4 % de crecimiento y los extranjeros 4,3% (Cuadro A2). Para la inflación, los analistas locales esperan que sea 4,1% y los extranjeros 4,4%, cerca del techo del rango que señaló la JDBR para la definición de la meta de inflación de ese año (entre 3% y 4,5%). En cuanto al tipo de cambio, esperan en promedio una devaluación anual de

4,2% frente a los pronósticos para fin de 2006. De esta manera, a finales de 2007 la TRM se ubicaría en \$2.430, un nivel similar al observado en julio de 2002.

Estos pronósticos implican una devaluación acumulada del peso de 6,3% entre 2006 y 2007 frente a los niveles que alcanzó a finales de 2005. En promedio esperan que el 30% de esta devaluación ocurra en 2006 y el restante 70% en 2007 (aunque tres de los 12 analistas esperan que sea cerca de 50% cada año, dos todavía esperan que haya apreciación este año y sólo uno de ellos espera que el 80% de la devaluación acumulada ocurra este año).

CUADRO A2
PROYECCIONES PARA 2007

	Crecimiento del PIB real (Porcentaje)	Inflación IPC (Porcentaje)	Tasa de cambio nominal (fin de)
Analistas locales			
Revista <i>Dinero</i>	4,1	4,2	2.410
Citibank Colombia	4,0	4,2	2.468
Banco Santander	4,0	4,0	2.380
BBVA Ganadero	3,6	4,0	2.453
Suvalor-Bancolombia	4,0	3,8	2.423
Corficolombiana-Corfivalle	3,8	4,8	2.497
Fedesarrollo	4,5	4,0	2.450
Promedio	4,0	4,1	2.440
Analistas externos			
C. S. First Boston	4,5	4,5	2.348
Bear Stearns	5,0	4,0	2.350
Merrill Lynch	3,6	5,0	2.475
J. P. Morgan Chase	4,0	4,5	2.450
Deutsche Bank	4,6	4,0	2.474
Promedio	4,3	4,4	2.419

Fuentes: Revista *Dinero*.

DECISIONES
DE POLÍTICA
MONETARIA
EN LOS ÚLTIMOS
TRES MESES

DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES

Antecedentes: Informe sobre Inflación de diciembre, 2005

En el informe sobre Inflación de diciembre de 2005 se examinó el comportamiento de los diversos rubros de la canasta familiar que condujeron a que la inflación del año pasado se situara en 4,85%, dentro del rango meta de inflación para tal año: 4,5% a 5,5%, y 65 pb por debajo de la inflación registrada en 2004. Como allí se explicó, la reducción de la inflación al consumidor en 2005 fue posible gracias a una caída pronunciada de la inflación sin alimentos –de 5,5% en diciembre de 2004 a 4,1% en diciembre de 2005–, que compensó el aumento de 116 pb en la inflación de alimentos. El Informe mostró que el declive en la inflación anual sin alimentos recayó, principalmente, en los bienes transables y en servicios regulados, en tanto que la inflación anual de no transables, se redujo pero en una menor proporción.

En cuanto al estado general de la economía, el Informe de diciembre de 2005 confirmó una aceleración del crecimiento económico como resultado del contexto externo favorable y de las mejores condiciones internas. Lo primero se reflejó en un fuerte dinamismo de las exportaciones las cuales se beneficiaron de los buenos términos de intercambio y del alto crecimiento de los socios comerciales del país. Las mejores condiciones internas, por su parte, tuvieron origen en la mayor confianza de los consumidores e inversionistas, las mejorías en empleo y productividad y políticas monetarias y fiscal holgadas. En tales circunstancias, en el Informe de diciembre se pronosticaba un crecimiento para 2005 de 4,9%, el cual finalmente estuvo muy cerca a la cifra de crecimiento divulgada por el DANE a comienzos de abril (5,1%).

Como resultado de la fuerte dinámica de crecimiento económico en 2005, el Informe trimestral de diciembre destacó que el uso de la capacidad productiva continuó aumentando durante el tercer y cuarto trimestres de 2005, de tal manera que a lo largo del año los excesos de capacidad se habían reducido considerablemente. No obstante, el Informe también señalaba que la alta inversión de 2005 y de años anteriores, junto con el aumento de la productividad, probablemente habían aumentado la capacidad del aparato productivo para responder a aumentos en la demanda, aunque se advertía que la aceleración del crecimiento parecía haber compensado dicho efecto. De acuerdo con esto, en el Informe de diciembre se consideró que la brecha del producto había experimentado un cierre adicional durante el último trimestre de 2005 que la situaba en -0,2% frente al estimativo de -0,6% presentado en el informe trimestral de septiembre de 2005.

Con base en los elementos descritos, los cuales conjugaron al tiempo, en 2005, un excelente resultado de inflación con una fuerte dinámica de crecimiento económico, la JDBR decidió mantener inalterada la tasa de interés de intervención en 6% (Cuadro A), a la vez que continuaba

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

Fecha (*)		Contracción		Expansión	
		Lombarda	Subasta	Subasta	Lombarda
2001	17 de dic.	6,25	7,50	8,50	12,25
2002	21 de ene.	6,00	7,00	8,00	11,75
	18 de mar.	5,25	6,25	7,25	11,00
	15 de abr.	4,25	5,25	6,25	10,00
	20 de may.	3,75	4,75	5,75	9,50
	17 de jun.	3,25	4,25	5,25	9,00
2003	20 de ene.	4,25	5,25	6,25	10,00
	29 de abr.	5,25	6,25	7,25	11,00
	23 de feb.	5,00	6,00	7,00	10,75
2004	23 de mar.	4,75	5,75	6,75	10,50
	20 de dic.	4,50	5,50	6,50	10,25
	22 de dic.	n.a.	n.a.	6,50	10,25
2005	19 de sep.	n.a.	n.a.	6,00	9,75
2006	02 de may.	n.a.	n.a.	6,25	10,00

n.a. No 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.

con el esquema de intervención discrecional iniciado en el último trimestre de 2004 (Cuadro B). Igualmente, en la sesión del 18 de noviembre, la JDBR fijó la meta de inflación de 2006 entre 4% y 5%, con 4,5% como meta puntual para efectos legales. También se acordó que la meta de inflación en 2007 estará entre 3% y 4,5%, con el propósito de mantener el proceso de convergencia hacia la meta a largo plazo de 3%.

Decisiones de política monetaria en el primer trimestre de 2006

Durante el primer trimestre de 2006 la inflación anual de precios al consumidor continuó reduciéndose, hasta situarse en 4,1% al fin de marzo 2006. Esta reducción se produjo tanto en la inflación de alimentos (de 6,6% a 6,2%) como en la inflación sin alimentos (de 4,1% a 3,6%). La caída en la inflación sin alimentos, en un monto superior al pronosticado a comienzo de año, obedeció principalmente al comportamiento favorable de los precios de los regulados (combustible, transporte público y servicios públicos) y, en menor medida, a los bajos reajustes de los precios de los transables.

Por su parte, la economía siguió creciendo a un buen ritmo, impulsada, especialmente, por la demanda interna, la cual continuó expandiéndose rápidamente, como resultado de la fortaleza del consumo y de la inversión privada. Adicionalmente, se observó una aceleración en el

crecimiento de la cartera, en particular la de crédito comercial y de consumo, en tanto que la cartera hipotecaria comenzó a mostrar síntomas claros de reactivación. Al incremento de la demanda interna se sumó una economía mundial dinámica que en el primer trimestre creció a un ritmo superior a lo previsto.

En las reuniones para examinar los Informes sobre inflación de enero y febrero, la JDBR mantuvo inalterada la tasa de interés de intervención en 6%, entretanto se compilaba mayor información sobre la evolución de la economía y sobre el comportamiento de la inflación. Posteriormente se conoció que, para los primeros dos meses del año, la producción industrial había crecido a un ritmo de 5,9%, lo que condujo a incrementar el pronóstico de crecimiento del PIB para este sector durante el primer trimestre a 7,2% frente a 5% en la estimación anterior. Igualmente, dada la dinámica de la demanda interna, se incrementó el pronóstico de gasto interno en el primer trimestre a 8,2% frente a 6,7% en el Informe anterior.

Desde comienzos de marzo y en las primeras semanas de abril, la tasa representativa del mercado (TRM) y las tasas de interés de los TES comenzaron a mostrar una tendencia alcista. Así por ejemplo, en el caso de los TES con vencimiento en 2020 las tasas se situaron en niveles superiores al 8% nominal. La TRM se depreció 6% frente al nivel mínimo que alcanzó el 1 de marzo (\$2.246). Ambos fenómenos evidenciaban incertidumbre y nerviosismo en el mercado, asociados, principalmente, con eventos externos y con las expectativas sobre incrementos de las tasas de interés de los bonos del Tesoro norteamericano. Aunque aún es difícil determinar si la tendencia hacia una mayor depreciación continuará en los próximos meses, lo cierto es que de consolidarse esa tendencia, la inflación de bienes transables podría comenzar a repuntar. Sin embargo, este escenario no hace parte del pronóstico central de inflación, en el cual se supone que la tasa de cambio disminuye con respecto a los niveles del último mes, aunque se situaría por encima de los niveles que tuvo en los primeros meses del año.

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

	2004	2005	2006 I trim.
Compras	2.905	4.658	1.197
Opciones Put	1.580	0	0
Para acumulación de reservas internacionales	1.400	0	0
Para el control de la volatilidad	180	0	0
Intervención discrecional	1.325	4.658	1.197
Ventas	500	3.250	1.000
Gobierno nacional	500	3.250	1.000
Compras netas	2.405	1.408	197

Fuente: Banco de la República.

Sobre la base de información obtenida, se extrajeron diversas estimaciones del modelo de pronóstico central, las cuales, bajo diferentes escenarios, mostraban que era indispensable reducir el impulso monetario de la economía, para impedir presiones inflacionarias hacia el futuro, que pusieran en entredicho el logro de la meta de inflación a mediano plazo, y la convergencia hacia niveles de inflación bajos y estables a largo plazo (entre 2% y 4%).

Además de los resultados del modelo, existen varias razones que sustentan una recomendación de aumento en las tasas de interés de intervención:

- El bajo nivel actual de las tasas de interés reales, que, en el caso de la DTF se ubica en 2%, muy por debajo de la tasa que determinaría un efecto neutral de la política monetaria, incluso si se supone que dicha tasa ha disminuido como consecuencia de la mayor fortaleza de la economía colombiana, de la recuperación de la confianza y de los avances en las condiciones de seguridad.
- Como se ha mostrado en este Informe, las fuentes de crecimiento de la economía colombiana son diversas y sostenibles para los próximos trimestres: i) las condiciones externas se reflejan en una demanda mundial dinámica y en niveles altos de los términos de intercambio, probablemente mayores a los supuestos en el escenario central de este Informe; ii) el optimismo de los consumidores y las empresas se manifiestan en un dinamismo inversor que permitiría que en 2006 la tasa de inversión, como proporción del PIB, alcance niveles cercanos a los más altos que se observaron en la década de los años noventa, y iii) el reestablecimiento del canal de crédito es indudable, y especialmente importante en el caso del crédito de consumo; además, se espera una dinamización significativa del crédito hipotecario.
- En estas condiciones, la economía colombiana no requiere de un estímulo monetario para mantener su dinamismo, y el reto de la política monetaria es definir una postura que contribuya a la expansión sostenida del producto y del empleo, al tiempo que la economía avanza de manera gradual hacia la estabilidad de precios.
- Como se ha señalado en varios informes, la política monetaria opera con un rezago variable relativamente largo, lo que hace necesario que los cambios en la postura de la política deban darse con suficiente antelación al surgimiento de presiones inflacionarias o de dinámicas no sostenibles del gasto agregado, con el fin de no comprometer la credibilidad misma de la política monetaria.

Por otra parte, diversos análisis derivados de la teoría y de la evidencia empírica internacional muestran los beneficios de un ajuste gradual de la postura de la política monetaria, al minimizar los costos derivados de las variaciones en las tasas de interés y al evitar ajustes bruscos en el futuro. En efecto, este tipo de ajustes genera una volatilidad en la inflación, la tasa de cambio y el producto, que puede ser evitada si la autoridad monetaria actúa oportunamente. La volatilidad excesiva en esas variables lleva a una pérdida del crecimiento del producto y del empleo.

En este contexto, y de manera coherente con el objetivo de la política monetaria de maximizar el crecimiento económico sin poner en riesgo el cumplimiento de las metas de inflación, y después de examinar en detalle el Informe sobre Inflación del primer trimestre de 2006, la JDBR tomó la decisión de incrementar la tasa de intervención en el mercado monetario en 25 pb. De esta forma, la tasa base para las subastas de expansión pasó de 6% a 6,25%