



INFORME SOBRE  
**INFLACIÓN**

---

J U N I 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 JUNIO Y SUS PERSPECTIVAS	7
I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL	13
A. CONTEXTO EXTERNO	13
B. VARIABLES FINANCIERAS	16
C. ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EMPLEO	20
D. DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN	24
E. SITUACIÓN INFLACIONARIA A JUNIO	29
RECUADRO 1: EL IMPACTO DE LA TASA DE CAMBIO SOBRE LOS PRECIOS	32
II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS	37
A. CONTEXTO EXTERNO, BALANZA DE PAGOS Y TIPO DE CAMBIO	37
B. CONTEXTO INTERNO	42
C. PRONÓSTICO DE INFLACIÓN	44
RECUADRO 2: INFLACIÓN Y PODER ADQUISITIVO DE LA POBLACIÓN DE INGRESOS BAJOS EN COLOMBIA	53
ANEXO. PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS	55
DECISIONES DE POLÍTICA MONETARIA EN LOS ÚLTIMOS TRES MESES	59

# ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS

## I. SITUACIÓN ECONÓMICA ACTUAL

---

Gráfico 1	Crecimiento trimestral anualizado del PIB: Estados Unidos, Unión Europea y Japón	14
Gráfico 2	Precio del petróleo WTI, Bolsa de Nueva York	14
Gráfico 3	Inflación anual al consumidor de los Estados Unidos	15
Gráfico 4	Tasa de política monetaria de los Estados Unidos, la zona del euro y el Japón	15
Gráfico 5	Tasa de cambio nominal de diferentes monedas latinoamericanas frente al dólar	15
Gráfico 6	Tasa de cambio representativa del mercado	16
Gráfico 7	Tasas de interés de TES, en el mercado secundario	17
Gráfico 8	Agregados monetarios, tasas de crecimiento anual del promedio mensual	18
Gráfico 9	Crecimiento anual real del efectivo y de las ventas del comercio al por menor	19
Gráfico 10	Cartera bruta M/L	19
Gráfico 11	Tasas de interés reales	19
Gráfico 12	Demanda interna y PIB	20
Gráfico 13	Creación de empleo	23
Gráfico 14	Tasa de desempleo	24
Gráfico 15	Expectativas de inflación anual de cada mes bancos y comisionistas de bolsa	25
Gráfico 16	Expectativas de inflación mensual	26
Gráfico 17	Porcentaje de credibilidad en la meta de inflación, 2001 a 2006	26

Gráfico 18	Utilización de capacidad instalada de Fedesarrollo	27
Gráfico 19	Brecha del producto	27
Gráfico 20	Inflación IPP total e importados	27
Gráfico 21	Producto urbano por hora trabajada	28
Gráfico 22	Producto por hora trabajada en la industria	29
Gráfico 23	Inflación anual al consumidor	29
Gráfico 24	Indicadores de inflación básica	29
Gráfico 25	Inflación anual de alimentos	30
Gráfico 26	Inflación anual de regulados	30
Gráfico 27	Inflación de transables	31
Gráfico 28	Inflación de no transables sin alimentos ni regulados	31
Gráfico 29	Inflación de arriendos y "resto"	31
Cuadro 1	Establecimientos de crédito, flujos mensuales seleccionados	19
Cuadro 2	Crecimiento y contribución al PIB por tipo de gasto	21
Cuadro 3	Crecimiento y contribución al PIB sectorial	23

## II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

---

Gráfico 30	Índice de precios del total de <i>commodities</i> sin petróleo (WCF)	40
Gráfico 31	Índices de la encuesta de consumo de Fedesarrollo	42
Gráfico 32	Crecimiento anual del Índice de Producción Industrial (IPI) de la MMM del DANE	44
Gráfico 33	Distribución de probabilidades del pronóstico de la inflación ( <i>Fan Chart</i> )	49
Cuadro 4	Pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales	38
Cuadro 5	Precios internacionales	40
Cuadro 6	Proyección de la balanza de pagos de Colombia	41
Cuadro 7	Crecimiento real anual del PIB sectorial	43
Cuadro 8	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	45
Cuadro 9	Prónostricos del modelo central (MMT)	45

## SITUACIÓN INFLACIONARIA EN JUNIO Y SUS PERSPECTIVAS

- En junio la inflación al consumidor se redujo levemente ubicándose en 3,9%, principalmente por la caída en la inflación de alimentos. Durante el segundo trimestre la reducción de la inflación al consumidor se explica por factores de oferta: la caída en los precios de varios alimentos perecederos y la reducción de la inflación de regulados.
- Aunque el tipo de cambio subió desde abril, esto todavía no se refleja plenamente en el índice de precios al consumidor (IPC). Usualmente, la depreciación afecta la inflación al consumidor al cabo de tres meses, por lo que sólo a partir de julio se comenzarían a ver sus efectos; sin embargo, ya se ha observado un aumento de la inflación al productor que, de persistir, implicaría presiones de costos. De otro lado, la inflación de no transables sin alimentos ni regulados permanece estable desde hace un año, lo cual sugiere que el crecimiento de la demanda no se ha reflejado en mayores presiones inflacionarias, o que éstas han sido neutralizadas por expectativas de inflación decrecientes y alineadas con la meta de inflación para 2006 y con el rango en el cual se definiría la meta para 2007.
- Los incrementos salariales en lo corrido del año han superado la meta de inflación y la inflación observada; no obstante, la medida de costo laboral unitario para la industria ha disminuido debido a aumentos importantes en la productividad del trabajo, los cuales también se observan en otros sectores urbanos. Para las decisiones de la política monetaria es necesario identificar si estas mejoras en productividad obedecen a factores cíclicos, o a factores de oferta temporales o permanentes. Aún no se cuenta con información suficiente al respecto y se requiere seguir evaluando el comportamiento de los diferentes indicadores.
- El análisis del estado y las perspectivas de la macroeconomía no difiere significativamente del presentado en informes recientes:
  - Las tasas de interés del Banco y las de captación del sistema financiero continúan en niveles históricamente bajos en términos reales.
  - El uso de la capacidad instalada se sitúa en sus valores promedio históricos y las medidas de brecha de producto sugieren niveles cercanos a cero, si bien estas estimaciones están sujetas a gran incertidumbre.

- Las expectativas de inflación para 2006 y 2007 continúan alineadas con las metas de inflación del Banco.
- Las condiciones externas continúan siendo favorables: la demanda externa y los términos de intercambio contribuyen a la expansión de las exportaciones y al aumento del ingreso nacional. La alta volatilidad de los mercados financieros y bursátiles y el incremento en la percepción de riesgo en el segundo trimestre no han modificado esta situación, aunque han afectado algunos flujos de capitales, especialmente de corto plazo. Además, recientemente los indicadores financieros y bursátiles han mostrado alguna recuperación y una menor volatilidad, y la prima de riesgo-país ha disminuido.
- La confianza de los hogares y las empresas se mantiene en niveles altos, de acuerdo con los resultados de las encuestas; en estas circunstancias, la economía mantiene su dinámica de crecimiento apoyada en la demanda interna, que crece por encima de 8% anual, destacándose la aceleración del consumo de los hogares y el alto ritmo inversor.
- En las condiciones descritas, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ha señalado que la economía colombiana no requiere del mismo estímulo monetario para continuar operando satisfactoriamente: adicionalmente, hay varias razones por las cuales el estímulo monetario debe reducirse gradualmente con el fin de lograr una inflación decreciente hacia la meta de largo plazo:
  - Si las tasas reales de interés se mantienen en niveles bajos y los factores externos e internos continúan favoreciendo el crecimiento del gasto, la demanda agregada mantendría una dinámica que podría dificultar una reducción de la inflación de los bienes y servicios no transables en el futuro.
  - Si parte del aumento observado en las tasas de interés externas o en las primas de riesgo es duradero, una parte del aumento en la tasa de cambio real también lo será y el precio relativo de los bienes transables tenderá a subir; esto implica que la contribución de la inflación de transables a la reducción de la inflación será menor que antes.
  - Se observa una importante aceleración en el crecimiento del crédito, al tiempo que las tasas de interés activas permanecen inalteradas en términos reales, o incluso disminuyen. Este mayor dinamismo del crédito probablemente ha ampliado el efecto del estímulo monetario existente sobre la demanda agregada.
- Con base en estas consideraciones, la JDBR aumentó las tasas de interés de intervención en sus reuniones de abril 28 y junio 20, mientras que las mantuvo inalteradas en las reuniones de mayo 26 y julio 27. Estas decisiones toman en consideración el hecho de que la política monetaria opera con un rezago relativamente largo, por lo que los ajustes requeridos deben tener lugar con suficiente antelación para no comprometer el cumplimiento de las metas de inflación futuras y la credibilidad misma de la política monetaria.
- Estas decisiones también ratifican el carácter gradual de los cambios en la postura monetaria. Dado el entorno de incertidumbre en el que opera la política monetaria, la gradualidad en las

decisiones permite incorporar nueva información que ayuda a refinar la percepción de la JDBR acerca de aspectos macroeconómicos importantes, como la evolución de la productividad, el uso de la capacidad instalada, el grado de competencia en diversos mercados y los movimientos de los mercados internacionales de capitales. Todos estos son elementos centrales del diagnóstico macroeconómico sobre los cuales existe gran incertidumbre. La gradualidad en los ajustes de la postura monetaria también evita una volatilidad excesiva de las tasas de interés, el producto y el empleo; al mismo tiempo, se debe reconocer que esta gradualidad es posible gracias al buen comportamiento de las expectativas de inflación y a la credibilidad que ha ganado la política monetaria.

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

**Las condiciones externas continuaron favorables para Colombia pese a la volatilidad financiera:** se mantiene el dinamismo de la demanda mundial con términos de intercambio altos. La volatilidad tendía a corregirse en momentos en que se redactaba este Informe.

**La caída en los precios de las acciones y de los TES no se extendió a otros activos como la finca raíz:** los precios de la vivienda habrían continuado creciendo moderadamente y al final del trimestre los precios de los otros activos domésticos se recuperaban.

**La economía colombiana creció firmemente durante el primer semestre de 2006:** el crecimiento de la demanda interna fue muy superior a su media histórica, con un dinamismo importante del consumo de los hogares. El crédito cumple un papel cada vez más importante, con algunas tasas de interés en descenso pese al aumento en las tasas del Banco de la República.

**En el segundo trimestre la inflación al consumidor nuevamente se redujo, principalmente por factores de oferta:** la reducción descansó en los regulados y los alimentos primarios. El efecto de la depreciación sobre el IPC aún era bajo, pero sí fue importante en los precios al productor. La demanda no ejerció presiones importantes.

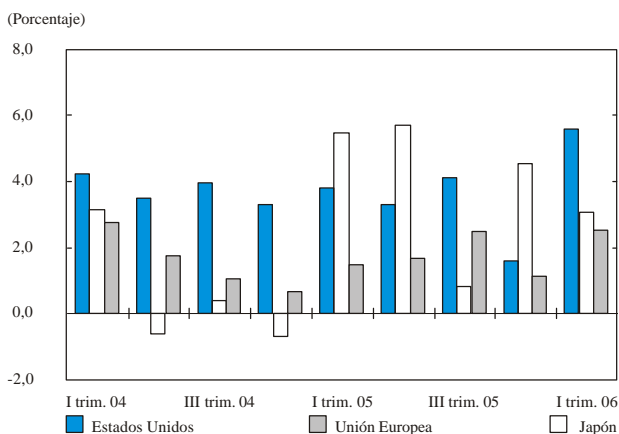
## A. CONTEXTO EXTERNO

En los meses pasados el panorama externo se caracterizó por una volatilidad significativa en los mercados financieros asociada con aumentos en la inflación y con expectativas de mayores tasas de interés en varias economías desarrolladas; sin embargo, esta situación no opacó el buen desempeño de la economía mundial, cuya dinámica de crecimiento durante la primera mitad del año estuvo en línea con lo esperado en el informe anterior.

Los Estados Unidos, con un crecimiento (trimestral anualizado) de 5,6% en los primeros tres meses, siguió liderando el crecimiento mundial, aunque indicadores más recientes sugieren que esta tendencia se acerca a un punto de

## GRÁFICO 1

### CRECIMIENTO TRIMESTRAL ANUALIZADO DEL PIB: ESTADOS UNIDOS, UNIÓN EUROPEA Y JAPÓN



quiebre<sup>1</sup>; así, mientras el empleo y la producción industrial se mantenían en niveles favorables, otros datos como las ventas minoristas y el balance comercial sugerían un menor ritmo de crecimiento del consumo (Gráfico 1). De igual manera, aunque los precios de la vivienda continuaban en niveles altos, sus ventas se desaceleraban, aumentando las probabilidades de una destorcida en un mercado considerado por los analistas como muy importante para el desempeño económico del país.

Otras economías desarrolladas como la zona del euro y Japón mostraron una dinámica favorable, lo cual indica que estarían ingresando a una senda de expansión sostenida: el crecimiento en el primer trimestre para la zona del euro fue de 2,4% (trimestral anualizado) y para Japón cercano al 3%; además, la mejora en el mercado laboral y en el consumo de los hogares, especialmente en Japón, han empezado a desempeñar un papel cada vez más importante (Gráfico 1).

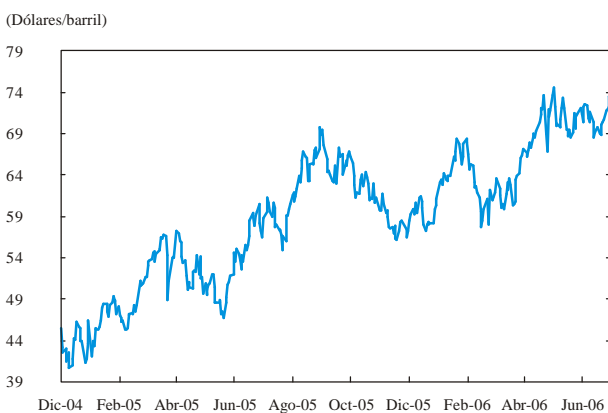
De otro lado, las economías emergentes, especialmente las economías asiáticas como China, continuaron exhibiendo una tendencia ascendente: por ejemplo, para el segundo trimestre la economía china presentó un crecimiento superior al 11%. En el caso de dos de nuestros principales socios comerciales, Ecuador y especialmente Venezuela, sucedía algo similar, gracias a los altos precios del petróleo.

La fortaleza de la demanda mundial y algunos problemas de abastecimiento mantuvieron al alza los precios de los *commodities*: el caso más claro es el

petróleo que en los últimos días ha llegado a niveles de US\$76 dólares por barril, impulsado por la inestabilidad política en el Medio Oriente (Gráfico 2). El aumento en precios también cobijó a los metales, incluidos los de algunos productos de exportación colombianos como el oro y el níquel (entre el primero y el segundo trimestres su incremento fue de 13% y 35%, respectivamente). En general, los precios de los productos básicos de exportación de Colombia terminaron el trimestre cerca de niveles históricamente y por encima de lo previsto en los informes anteriores.

## GRÁFICO 2

### PRECIO DEL PETRÓLEO WTI, BOLSA DE NUEVA YORK



<sup>1</sup> En momentos en que se producía este informe, se conoció el dato preliminar de crecimiento para el segundo trimestre en los Estados Unidos, el cual fue 2,5% (trimestral anualizado); esta cifra, que estuvo por debajo de la esperada por el mercado, implicó una contribución negativa de la inversión residencial y del gasto público. El crecimiento anual correspondiente fue de 3,5%, aún por encima de lo que sería el crecimiento potencial de esa economía.

Aunque el contexto externo siguió favoreciendo a las economías de la región, el fuerte crecimiento económico y los altos precios de los *commodities* empezaron a generar importantes presiones inflacionarias en las economías desarrolladas, y con ellas aumentaron los temores de un recorte pronunciado en la liquidez internacional. La situación inflacionaria más preocupante ha sido la de los Estados Unidos, donde la inflación básica comenzó a repuntar desde marzo y a situarse por encima de las “metas implícitas” de la autoridad monetaria<sup>2</sup> (Gráfico 3). Además, aunque en el caso de la zona del euro y Japón estas presiones son aún moderadas, su tendencia va en ascenso.

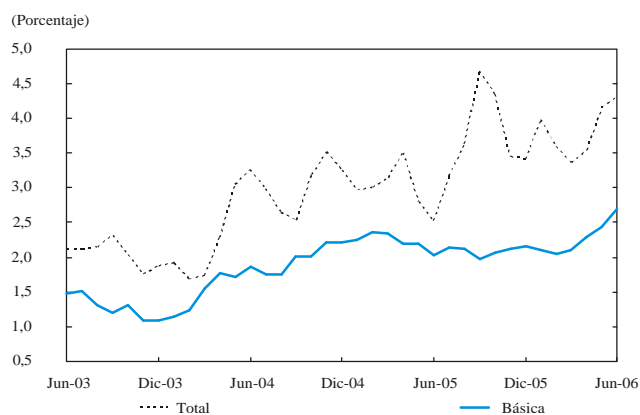
Estos repuntes en la inflación generaron aumentos en las tasas de interés de las autoridades monetarias mayores a los esperados por el mercado. En los Estados Unidos la tasa de referencia se ubicó en 5,25%, mientras que para la zona del euro la tasa alcanzó 2,75%; así mismo, el banco central de Japón, en un movimiento más rápido que lo anticipado, aumentó en 25 puntos básicos (pb) su tasa de referencia, luego de casi seis años de mantenerla en niveles cercanos a cero (Gráfico 4). Dichas expectativas de mayores tasas de interés se reflejaron en una mayor volatilidad de las acciones, bonos y tasas de cambio en todo el mundo, haciendo evidente un aumento en la aversión al riesgo.

La volatilidad observada en los mercados financieros se sintió de manera importante en las economías latinoamericanas, y para Colombia parece haber sido mayor que la observada en otras economías de la región; así, desde el mes de mayo hasta mediados de julio el peso colombiano presentó una devaluación del 9%, superior a la observada en Brasil (3%), Chile (4,5%) y Argentina (0,6%) (Gráfico 5)<sup>3</sup>. En el caso de las acciones, la historia es similar: la caída en las acciones colombianas para el mismo período fue de 25,3%, superando con creces las observadas en estas economías. Es importante anotar que la valorización

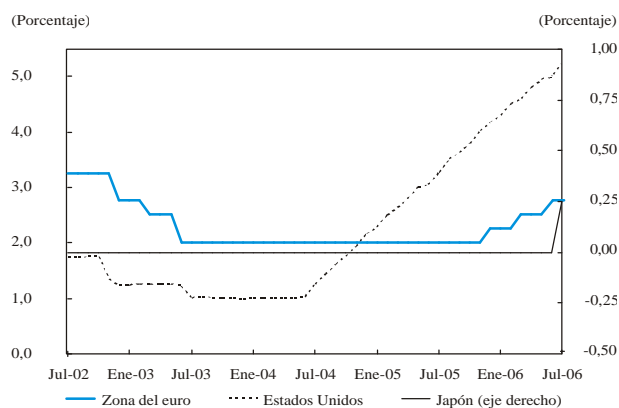
<sup>2</sup> En julio la inflación básica fue de 2,7% frente a la observada en marzo (2,1%), con una inflación total de 4,3% frente a 3,4%.

<sup>3</sup> Hacia mediados de junio las presiones sobre el peso y demás monedas regionales eran menos evidentes e incluso se observaba nuevamente una tendencia hacia la apreciación.

### INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR DE LOS ESTADOS UNIDOS

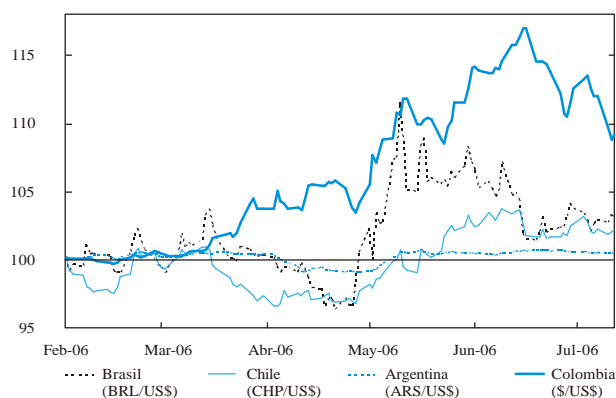


### TASA DE POLÍTICA MONETARIA DE LOS ESTADOS UNIDOS, LA ZONA DEL EURO Y EL JAPÓN



### TASA DE CAMBIO NOMINAL DE DIFERENTES MONEDAS LATINOAMERICANAS FRENTE AL DÓLAR

(Índice 15 de febrero de 2006=100)



*Durante el segundo trimestre tuvo lugar un notable aumento en la volatilidad de los mercados financieros...*

de las acciones en la Bolsa de Colombia desde 2004 también fue mucho más alta que las de la región.

## B. VARIABLES FINANCIERAS

Como se indicó, durante el segundo trimestre se hizo evidente un notable aumento en la volatilidad de los mercados financieros, mayores expectativas sobre aumentos en las tasas de interés externas, fuerte tendencia hacia la depreciación del peso, aumento en las tasas de interés de los títulos de deuda pública (TES) y una caída pronunciada en los precios de las acciones. Igualmente, en meses recientes los agregados monetarios aceleraron su ritmo de crecimiento, al igual que el crédito otorgado por el sistema financiero, a lo que se sumó un aumento de 50 pb en las tasas de intervención del Banco de la República, el primero desde abril de 2003.

### 1. Tipo de cambio

Hasta finales del primer trimestre de 2006 el contexto externo favorable y las bajas tasas de interés externas hicieron posible que los excedentes de liquidez internacional continuaran dirigiéndose hacia las economías emergentes, contribuyendo a la apreciación de las monedas de estos países (entre ellas el peso colombiano) y a la reducción de la primas de riesgo-país. Esta situación cambió durante el segundo trimestre con la mayor probabilidad de aumento de tasas de interés: ante esta nueva circunstancia, disminuyeron los capitales de portafolio y aumentaron las salidas de capitales por parte de agentes domésticos, teniendo como resultado el debilitamiento del tipo de cambio.

Así las cosas, al cierre de junio de 2006 la tasa de cambio nominal del peso colombiano se ubicó en \$2.633 por dólar, registrando una devaluación de 15,4% en lo corrido del año y un aumento de \$388 frente a la cotización más baja, alcanzada a

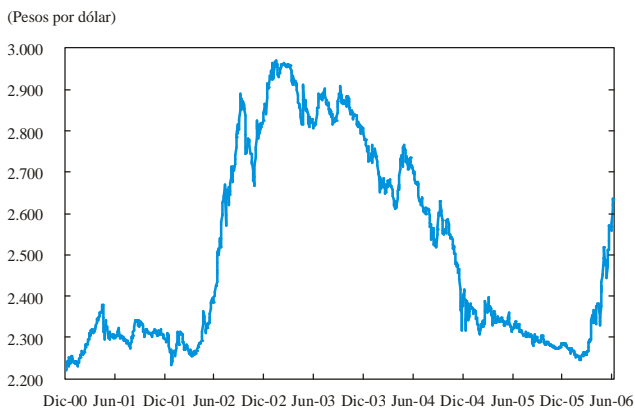
comienzos del mes de marzo (Gráfico 6). El aumento del tipo de cambio registrado en el segundo trimestre también se observó en otras economías de la región como Brasil, México, Chile y Argentina, aunque la depreciación fue más fuerte en Colombia; de esta manera, en lo corrido de 2006 el peso colombiano se ha devaluado en términos reales con respecto a sus socios comerciales, tanto de las economías desarrolladas (9,4%), como de las economías en desarrollo (9,6%).

### 2. Deuda pública (TES)

Desde hace algunos años la correlación entre el tipo de cambio y los precios y tasas de los TES ha sido alta, y meses recientes no han sido la excepción; por tanto, la

GRÁFICO 6

#### TASA DE CAMBIO REPRESENTATIVA DEL MERCADO



Fuente: Banco de la República.

depreciación del tipo de cambio y el aumento en la volatilidad de los mercados financieros mundiales, junto con el menor apetito por el riesgo, desde finales de marzo se tradujeron en una caída importante en los precios de los TES y en el consiguiente aumento de sus tasas de interés (Gráfico 7).

Inicialmente, el aumento se presentó sólo en las tasas de mediano y largo plazos, coincidiendo con el aumento de las primas de riesgo-país y la mayor percepción de riesgo en los mercados financieros mundiales, lo cual produjo un empinamiento de la curva de rendimientos; sin embargo, con los ajustes de tasas por parte del Banco de la República (de 25 pb cada uno efectuados el 28 de abril y el 20 de junio) y las expectativas de mayores ajustes, las tasas de corto plazo también reaccionaron hacia arriba, restableciendo la pendiente de la curva de rendimientos pero a un nivel de tasas más alto.

Si bien la dinámica reciente de los TES ha estado vinculada con los acontecimientos externos ya mencionados, y con el cambio en la postura de la política monetaria, los amplios aumentos observados en las tasas –más de 300 pb en las de más largo plazo– también reflejan una corrección a una valoración, quizá excesiva, registrada desde el año anterior. En efecto, la reducción de tasas fue continua desde mayo de 2004 y sumó cerca de 700 pb para los de más largo plazo; aunque a ella contribuyeron las bajas tasas externas y la confianza reinante en los mercados, también parece haber sido el resultado de unas muy amplias posibilidades de apalancamiento por parte de los operadores del mercado interno.

En las últimas semanas las tasas de los TES han vuelto a retomar una tendencia decreciente, aunque moderada, y todavía en medio de una volatilidad importante (Gráfico 7); dicha tendencia, que se ha observado también en otros activos locales y en los de la mayoría de países emergentes, ha coincidido con declaraciones de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed), las cuales sugieren una menor probabilidad de aumentos de tasas en ese país.

### 3. Precios de otros activos: acciones y finca raíz

Al igual que lo sucedido con los TES, el mercado bursátil colombiano también experimentó una fuerte desvalorización y volatilidad durante el segundo trimestre: entre marzo y junio de este año el Índice General de la Bolsa de Colombia (IGBC) cayó 31%, siendo la bolsa colombiana la que registró la mayor desvalorización a nivel global; sin embargo, en las últimas semanas de junio y comienzos de julio la tendencia se había revertido y el IGBC registraba nuevamente una valorización importante, aunque insuficiente frente a los niveles de marzo.

#### TASAS DE INTERÉS DE TES<sup>a/</sup>, EN EL MERCADO SECUNDARIO



a/ Información a 27 de julio de 2006.  
Fuente: SEN, Banco de la República.

*... pero en el último mes la recuperación de los precios de los activos domésticos ha sido importante.*

Con respecto a los precios de la vivienda, la información disponible a enero sugería que estos continuaron aumentando a un ritmo lento, similar al que se ha observado desde hace más de dos años, pues al parecer, la finca raíz a nivel nacional no ha experimentado aún la fuerte valorización que se registró en las acciones y los TES desde mediados de 2004, aunque no se descarta que esto sí haya ocurrido en alguna medida para algunos mercados específicos, como el de vivienda urbana para hogares con ingresos altos.

#### 4. Agregados monetarios, el crédito y las tasas de interés

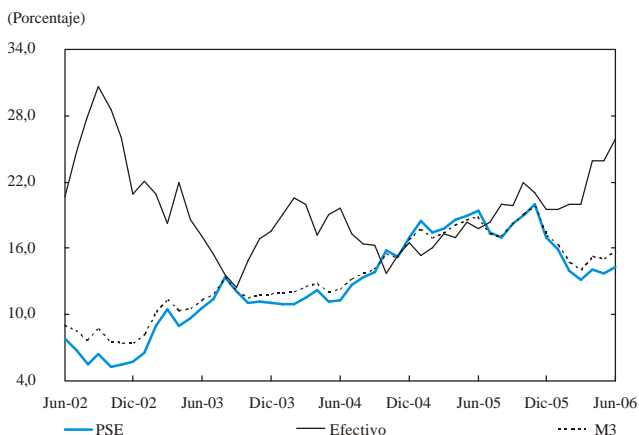
Una implicación de la alta volatilidad observada en los TES y las acciones ha sido que ha aumentado el riesgo de mercado. Este reviste particular importancia para los intermediarios financieros, cuya exposición a TES en la actualidad es considerable<sup>4</sup>, y puede haber afectado el comportamiento del pasivo y el activo de los bancos.

Con respecto a los pasivos del sistema financiero, a lo largo del segundo trimestre se evidenció una aceleración en el crecimiento de la oferta de fondos prestables (o desde el punto de vista de los ahorradores, un aumento de la demanda de depósitos); una explicación podría radicar en que las firmas y los hogares no solo habrían sustituido TES y acciones por activos en moneda extranjera, sino también por pasivos sujetos a encaje (PSE) como cuentas de ahorro y los certificados de depósito a término (CDT) entre otros. En el Gráfico 8 se aprecia la aceleración de M3 y los PSE en los meses precedentes, pese a que ya exhibían tasas de crecimiento nominal relativamente altas a comienzos de año.

Junto con el mayor crecimiento de los PSE se ha presentado una aceleración, incluso mayor, en el dinero efectivo: si bien este fenómeno podría ser resultado del cambio en el portafolio de los agentes, también podría estar señalando una aceleración del gasto de consumo. Hasta finales de la década pasada, la evolución del efectivo guardaba una relación con el consumo, pero con el desplazamiento de la demanda de dinero que se dio a comienzos de la década actual, en parte a raíz de la creación del impuesto a las transacciones y de sus sucesivas modificaciones, dicha relación desapareció; sin embargo, la estabilidad del gravamen en los últimos años puede estar permitiendo el resurgimiento de dicha relación (Gráfico 9).

GRÁFICO 8

#### AGREGADOS MONETARIOS TASAS DE CRECIMIENTO ANUAL DEL PROMEDIO MENSUAL



Fuente: Banco de la República.

<sup>4</sup> Con información a mayo de 2006, el sistema financiero posee el 32,0% de los TES, lo cual equivale a \$26,4 billones (b). Incluyendo a los fondos de pensiones y cesantías, la participación asciende a 52,6%, correspondiente a \$44,4 b.



**ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO,  
FLUJOS MENSUALES SELECCIONADOS  
(MILES DE MILLONES DE PESOS)**

	I trim. 06	II trim. 06
Cartera neta	2.383,2	8.541,2
Inversiones	2.012,0	(4.780,4)
TES B sist. fin.-variación de caja		(1.561,0)

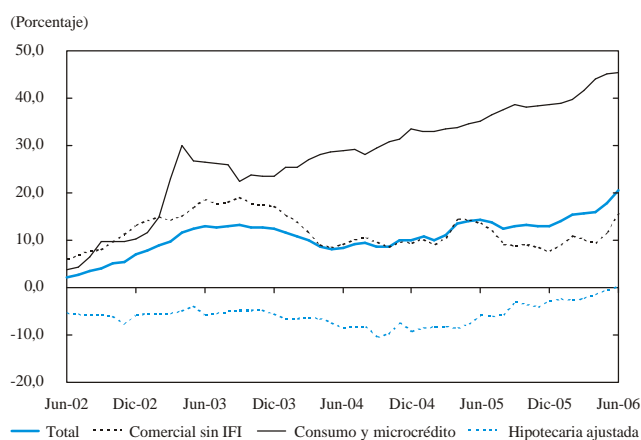
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia.

En relación con los activos del sistema financiero, indicios sugieren que los bancos habrían aumentado su oferta de crédito con el fin de mitigar el mayor riesgo de mercado que ha resultado de la desvalorización de los TES. El aumento de la cartera de los establecimientos de crédito en el segundo trimestre fue sustancialmente mayor que en el primero, coincidiendo con una importante reducción en las otras inversiones (Cuadro 1).

La gran dinámica que viene mostrando el crédito se ha presentado en todas las clases de cartera; sobresale la alta tasa de crecimiento de la cartera de consumo y la recuperación de la cartera hipotecaria, cuyo crecimiento ya se sitúa en terreno positivo aunque aún es muy bajo (Gráfico 10). Pese a lo anterior, la cartera total y la que está dirigida a los hogares (consumo más hipotecaria) aún dista mucho de encontrarse en niveles históricamente altos cuando se mide en relación con el producto interno bruto (PIB).

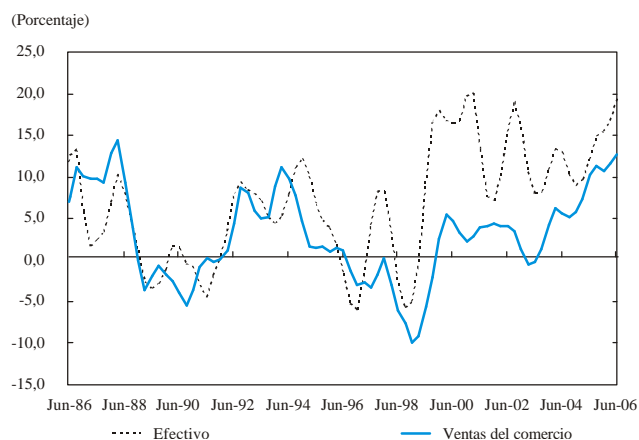
El comportamiento reciente de las tasas de interés apoya la hipótesis de que la aceleración del crédito en el segundo trimestre obedece más a un aumento de la oferta por parte de los establecimientos financieros que a un desplazamiento de la demanda; así, las tasas de interés activas para créditos destinados a los hogares (consumo y tarjeta) continuaron registrando descensos

**CARTERA BRUTA M/L  
(CRECIMIENTO ANUAL)**



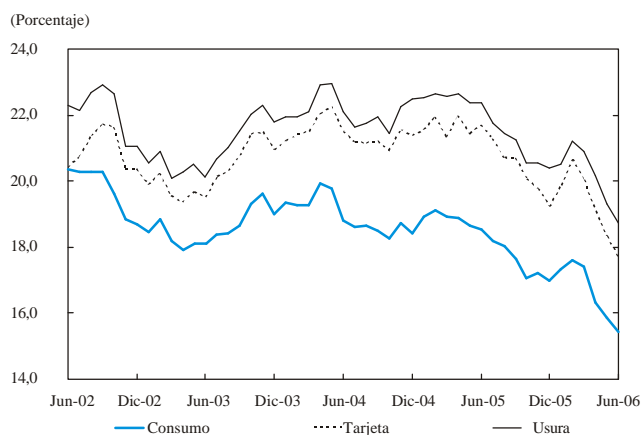
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

**CRECIMIENTO ANUAL REAL DEL EFECTIVO  
Y DE LAS VENTAS DEL COMERCIO AL POR MENOR  
(COMPONENTES TENDENCIALES DE LAS SERIES)**



Fuente: DANE y Banco de la República.

**TASAS DE INTERÉS REALES  
(PROMEDIOS MENSUALES)**



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

*La cartera total, como proporción del PIB, todavía se encuentra en niveles relativamente bajos.*

importantes en mayo y junio, tanto en términos nominales como reales; una caída menor también se presentó en las tasas de los créditos ordinarios (Gráfico 11). No obstante, hay que señalar, que a esta tendencia decreciente también habría contribuido la reducción de la tasa de interés de usura.

La caída de la mayoría de las tasas activas contrasta con el aumento de la tasa interbancaria y de las tasas pasivas, incluida la tasa de depósito a término fijo (DTF): como era de esperarse, el incremento de las tasas de intervención del Banco en abril y junio (por 25 pb cada uno) se transmitió rápidamente a la tasa interbancaria; con respecto a la DTF, la transmisión se habría empezado a dar con su aumento de 30 pb a comienzos de julio; así, se estaría restableciendo la relación entre ambas tasas nominales después de varios años de aparente desconexión.

### C. ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EMPLEO

#### 1. Crecimiento durante el primer trimestre de 2006

El Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE) reportó un crecimiento real del PIB de 5,2% en el primer trimestre de 2006, lo cual estuvo en línea con lo esperado por los diferentes analistas y muy cerca de las proyecciones del Banco de la República.

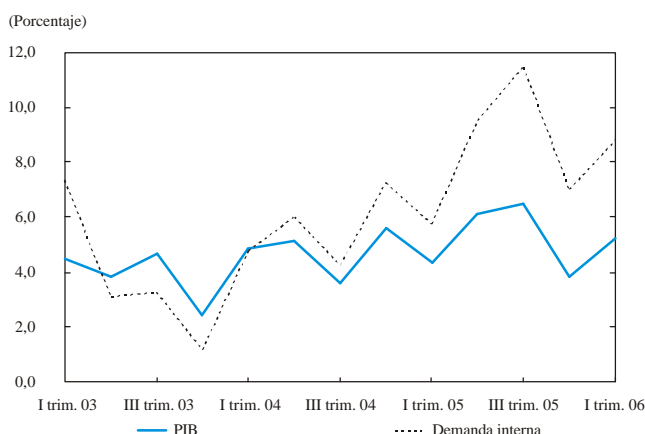
La actual fase de expansión del ciclo económico se ha prolongado ya por catorce trimestres, si se tiene en cuenta que el crecimiento trimestral promedio desde el final de 2002 es 4,6%, y se ha caracterizado por un mayor crecimiento de la demanda interna que del producto (Gráfico 12); sin embargo, con datos a marzo, la cuenta corriente de la balanza de pagos aún no mostraba los síntomas de deterioro que sí se observa cuando se examinan las cifras en pesos constantes (la demanda externa neta real llegó a -5,0% del PIB)<sup>5</sup>. Dicha discrepancia sería

explicada, en parte, por el efecto que habrían tenido los aumentos en los términos de intercambio sobre el ingreso nacional.

La fortaleza de la demanda interna explica, en buena parte, el dinamismo del PIB durante el primer trimestre de 2006, y confirma lo previsto con los indicadores de confianza de consumidores e inversionistas; se destaca la contribución del consumo de los hogares al PIB (Cuadro 2), especialmente la del consumo de bienes durables, cuyo crecimiento anual fue del 18%, en

GRÁFICO 12

#### DEMANDA INTERNA Y PIB



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

<sup>5</sup> Es necesario anotar que las cifras de comercio externo, exportaciones e importaciones (en pesos constantes), son revisadas frecuentemente por el DANE, por lo que los valores actuales no deben considerarse como definitivos.

este trimestre, y del 20,5%, en promedio, desde comienzos de 2004. El único resultado poco satisfactorio siguió presentándose en el consumo de bienes no durables (3,6% en el primer trimestre, 3,2% en los dos años anteriores).

La formación bruta de capital creció 26,8% real, con un dinamismo importante en todos los rubros, con excepción de la construcción de vivienda y edificaciones la cual se contrajo 1,2%. Las razones para dicha caída no son claras si se tiene en cuenta que se habían observado tendencias positivas en variables relacionadas con la construcción de vivienda, entre las cuales conviene destacar las mejores condiciones para el crédito hipotecario y para constructores, el crecimiento de las licencias de construcción y el número de obras en proceso. El único indicador que sugiere algún deterioro del sector fue el de las obras paralizadas según el censo de construcción para siete ciudades, con un repunte de 7,5%, el primero desde principios de 2000.

El dinamismo de la inversión se reflejó en el comportamiento de las importaciones que crecieron 23,1% real: según las estimaciones del Banco de la República, las importaciones reales de bienes de capital crecieron 25% en el primer trimestre, y las de bienes intermedios 17,7%. Por otro lado, para el mismo período las importaciones reales de bienes de consumo crecieron a una tasa anual de 24%, acelerándose frente al ritmo que venían exhibiendo en años anteriores (de 10% en promedio desde 2004); no obstante, su participación en las importaciones totales continúa por debajo del 20%.

CUADRO 2

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

	I trimestre de 2006	
	Crecimiento porcentual	Contribución al crecimiento
<b>Consumo final</b>	<b>4,6</b>	<b>3,7</b>
Hogares	5,0	3,1
Gobierno	3,2	0,6
<b>Formación bruta de capital</b>	<b>26,8</b>	<b>5,2</b>
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	14,7	2,7
FBCF sin obras civiles	14,0	2,1
Obras civiles	17,8	0,6
Variación de existencias	287,4	2,5
<b>Demanda interna</b>	<b>8,8</b>	<b>8,9</b>
<b>Exportaciones totales</b>	<b>6,6</b>	<b>1,3</b>
<b>Importaciones totales</b>	<b>23,1</b>	<b>(5,0)</b>
<b>PIB</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

*Durante el primer trimestre el crecimiento estuvo impulsado por los sectores no transables...*

El gasto público aumentó 3,2% real, con lo cual sólo contribuyó con 0,6% al crecimiento del PIB; el bajo dinamismo de tal rubro en el primer trimestre, en comparación con las metas del Gobierno para el año (crecimiento real cercano al 6,0%), puede estar relacionado con los efectos de la Ley de Garantías Electorales sobre la contratación pública en dicho período. Un crecimiento del gasto público dentro de lo presupuestado hubiera permitido un crecimiento del PIB de 5,8% en el primer trimestre, y, en consecuencia, una expansión mayor de la demanda interna y de la producción de bienes no transables.

Las exportaciones totales crecieron 6,6% real y continúan beneficiándose del favorable contexto externo; las exportaciones tradicionales no fueron tan dinámicas como las no tradicionales debido, principalmente, a un comportamiento deficiente de las exportaciones de café y ferrometal. La información de comercio exterior a marzo mostró un gran dinamismo de las exportaciones no tradicionales hacia Venezuela y los Estados Unidos, mientras que hacia Ecuador el crecimiento es mucho más lento y con una tendencia al estancamiento después de haber alcanzado un máximo en el último trimestre de 2005.

*... mientras que la confianza de los consumidores continuó aumentando.*

En el plano sectorial, el crecimiento durante el primer trimestre de 2006 estuvo impulsado por los sectores no transables más que por los transables (Cuadro 3), lo cual es coherente con el buen comportamiento de la demanda interna y sus determinantes, y por el comportamiento del tipo de cambio real.

Dentro de los sectores transables se destaca la caída de la producción de café (-14,2%), asociada con problemas climáticos en 2005; por su parte, la industria manufacturera mostró un crecimiento importante (7,3%), en parte, explicado por la presencia de tres días hábiles más (efecto de la Semana Santa).

También, dentro de los sectores transables conviene mencionar la reciente estabilidad de la producción de crudo, que ha mostrado pequeños crecimientos en los dos trimestres anteriores, y para la cual se esperaba desde años atrás una disminución en la producción. En este caso, el alto precio internacional del petróleo habría hecho más rentable la explotación de crudos pesados (menos rentables) y una mayor exploración en Colombia.

Por su parte, el crecimiento de los sectores no transables explicó cerca del 70% del crecimiento durante el primer trimestre de 2006: la construcción de obras civiles creció impulsada por el sector de las telecomunicaciones y por los macroproyectos viales de las entidades territoriales.

*Las condiciones en el mercado laboral siguen mejorando.*

La producción de energía, el comercio, los servicios financieros, los inmobiliarios, los servicios a las empresas y los de restaurantes exhibieron un buen dinamismo cimentado en el crecimiento de la industria, la abundante liquidez, las buenas condiciones de empleo y la confianza de consumidores que, según el indicador de Fedesarrollo, no dejó de mejorar durante todo el primer trimestre.

**CRECIMIENTO Y CONTRIBUCIÓN AL PIB SECTORIAL  
(PORCENTAJE)**

	I trimestre de 2006	
	Crecimiento porcentual	Contribución al crecimiento
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	0,8	0,1
Explotación de minas y canteras	1,7	0,1
Electricidad, gas y agua	3,2	0,1
Industria manufacturera	7,3	1,1
Construcción	5,7	0,3
Edificaciones	(1,1)	0,0
Obras civiles	17,8	0,3
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	8,4	1,0
Transporte, almacenamiento y comunicación	9,7	0,8
Estab. finan., segur., inmueb. y servicios a las empresas	6,5	1,1
Servicios sociales, comunales y personales	2,9	0,5
Intermediación financiera medida indirectamente	13,6	(0,6)
Subtotal valor agregado	4,8	4,5
<b>PIB</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>
Impuestos, menos subsidios	10,3	0,7
Servicios financieros netos de SIFMI <sup>a/</sup>	4,2	0,5
Transables <sup>b/</sup>	4,4	1,7
No transables	5,7	3,5

<sup>a/</sup> SIFMI: servicios de intermediación financiera medidos indirectamente.

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

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

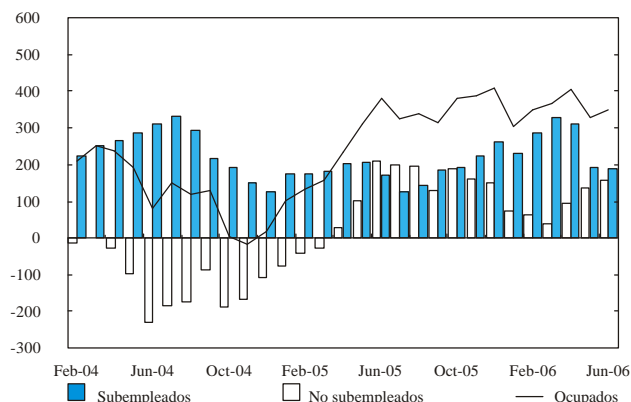
## 2. El empleo

Los indicadores disponibles muestran que las condiciones del mercado laboral siguen mejorando; así, en el segundo trimestre del año el número de ocupados en las trece ciudades creció 4,3%, lo cual ser una señal de que la economía mantiene su ritmo de expansión. Por otra parte en junio la tasa de desempleo disminuyó 1,3 puntos porcentuales (pp) frente a la observada en el mismo mes del año 2005; igualmente, durante buena parte del primer semestre el aumento del empleo estuvo sustentado por el empleo formal (o no subempleado) (gráficos 13 y 14); sin embargo, en mayo y junio el subempleo ganó en dinamismo, sobre todo por fuera de las trece principales

GRÁFICO 13

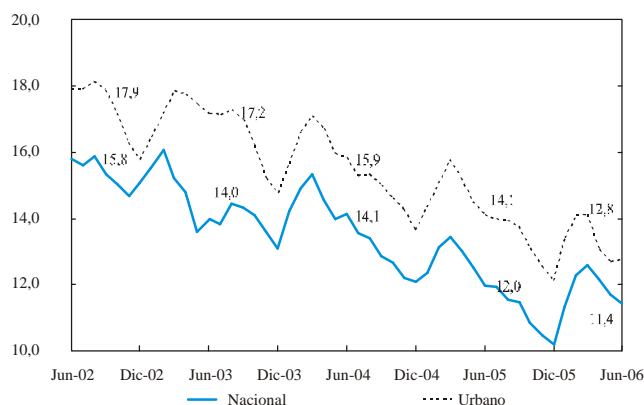
### CREACIÓN DE EMPLEO

(Miles de personas en 13 ciudades, promedio móvil de orden 3)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

TASA DE DESEMPLEO  
(PROMEDIO, MÓVIL DE ORDEN 3)



Fuente: DANE-ECH.

áreas metropolitanas<sup>6</sup>. Aunque la información es muy limitada para ofrecer una explicación concluyente, el hecho de que el fenómeno se haya registrado principalmente en ciudades pequeñas y áreas rurales, podría obedecer, en parte, a un aumento en la demanda de trabajo asociada con actividades agrícolas transitorias y/o con otras demandas estacionales como recreación y turismo.

En general, la información del primer semestre apoya la idea expresada en el informe anterior en cuanto a que el mercado laboral ha continuado ajustándose: la disminución de la tasa de desempleo se ha dado a la par con un estancamiento de la tasa global de participación (TGP); lo cual sugiere que la oferta de trabajo no ha aumentado en términos relativos. Por el lado de la demanda, no sólo ha crecido la ocupación sino

que además la tasa de subempleo por horas cayó 1,5 pp en junio de este año, frente a la observada en junio de 2005.

## D. DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

### 1. Tipo de cambio

Usualmente, los movimientos en el tipo de cambio han tenido un efecto moderado sobre los precios al consumidor en Colombia (Recuadro 1); así por ejemplo, en el último episodio importante de inestabilidad del tipo de cambio observado entre 2002 y 2003, la depreciación de 30% se tradujo en una aceleración de la inflación al consumidor de 2 pp, aproximadamente. Por lo general, la transmisión hacia el IPC toma alrededor de tres meses, a diferencia de lo que sucede con el índice de precios del productor (IPP), la cual tiende a ser inmediata<sup>7</sup>.

Dado lo anterior, la depreciación del segundo trimestre debió haberse transferido a los precios al productor en un porcentaje importante en los últimos meses, pero no debió haber tenido mucha incidencia en los precios al consumidor, lo que empezaría a suceder sólo a partir del tercer trimestre. Así las cosas, durante el segundo trimestre el IPC siguió recibiendo los efectos favorables de la estabilidad cambiaria observada en trimestres anteriores, con ajustes de precios para los bienes transables (o afectados por el tipo de cambio) todavía muy pequeños y con una inflación anual para la subcanasta muy por debajo de las metas del Banco.

<sup>6</sup> Mientras en junio la tasa de subempleo para las trece principales ciudades no varió respecto al mismo mes del año anterior (31,4%), a nivel nacional aumentó en 3,9 pp (en junio de 2006 fue 34,4%).

<sup>7</sup> En parte, esto se debe a que los precios al productor de muchos de los bienes importados son expresados en dólares y convertidos a pesos utilizando la TRM vigente.

Hacia el futuro conviene tener en cuenta algunas circunstancias particulares de la actual coyuntura que pueden alterar el grado de transmisión del tipo de cambio hacia los precios:

- en primer lugar, el grado de transmisión puede variar a lo largo del ciclo económico: a diferencia de lo acontecido en el episodio de 2002-2003, en la actualidad la economía experimenta una sólida expansión; en este contexto, es muy probable que las empresas tiendan a pasar más rápida y plenamente los aumentos del tipo de cambio a los precios porque el riesgo de perder clientes es bajo.
- En segundo lugar, en la actualidad se observan aumentos importantes en muchos precios externos de materias primas importadas, los cuales tenderán a ser transferidos al productor o consumidor local, magnificando el efecto de la depreciación.
- Una situación opuesta surge del hecho de que la economía hoy en día está más vinculada al mercado mundial, lo que aumenta la competencia que enfrentan las firmas locales en el mercado interno, reduciendo su capacidad de fijación de precios; además, con la globalización y la vinculación al mercado mundial de países con abundancia de mano de obra se han reducido los costos de producción y precios de muchos bienes manufacturados que son importados por el país.
- Finalmente, para establecer el efecto sobre la inflación no sólo cuenta la magnitud de la depreciación sino también su duración, y en particular qué tan permanente sea el aumento del tipo de cambio: un salto de corta duración como el que se estaría configurando dada la corrección observada desde mediados de julio, puede tener un impacto sobre precios mucho más reducido que uno de más duración como el observado en 2002.

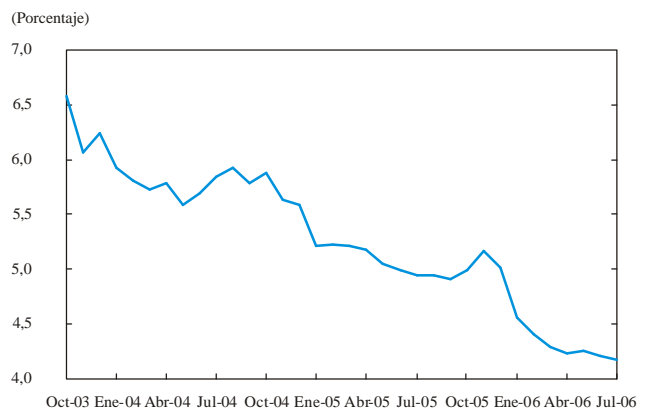
*El efecto de la depreciación sobre la inflación depende de qué tan permanente sea el aumento del tipo de cambio.*

## 2. Expectativas

Las expectativas de inflación siguieron teniendo un papel relevante en la disminución de la inflación en Colombia; durante el segundo trimestre las diferentes medidas con que cuenta el Banco mostraron una tendencia decreciente y se ubicaron en el corredor inferior del rango meta fijado por éste: de acuerdo con la encuesta mensual de expectativas tomada en julio, los encuestados esperan para diciembre una inflación de 4,2% (Gráfico 15) y confían en que este nivel se mantendrá para julio de 2007. Algo menos optimistas, aunque con una tendencia igualmente favorable, fueron los resultados obtenidos a partir de la encuesta de expectativa trimestrales del Banco realizada en abril, los

GRÁFICO 15

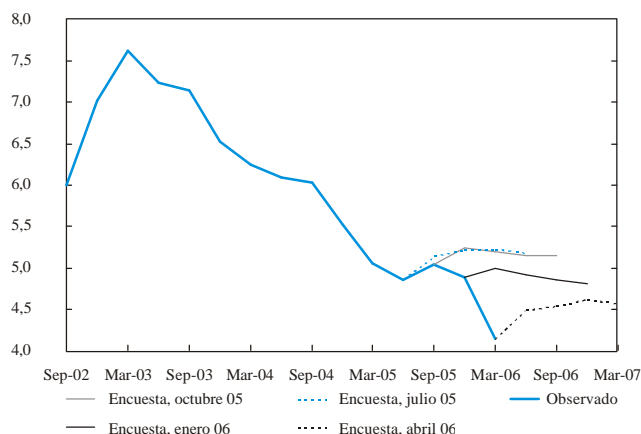
EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN ANUAL DE CADA MES  
BANCOS Y COMISIONISTAS DE BOLSA



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 16

EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN MENSUAL



Fuente: Banco de la República.

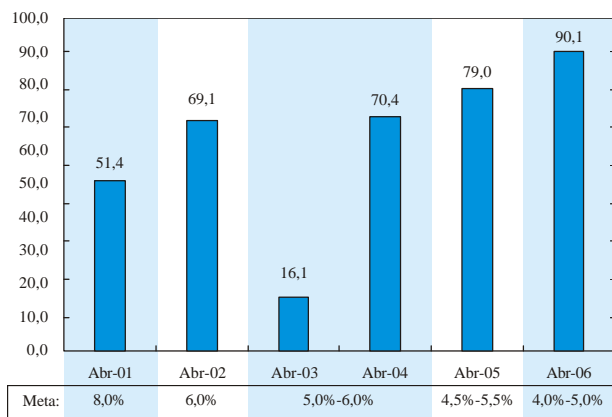
cuales indican una expectativas de inflación para diciembre de 4,6% y para marzo de 2007 de 4,5% (Gráfico 16). Cabe señalar que los resultados de esta última encuesta han tendido a superar los de mediciones alternativas y los datos observados.

El buen comportamiento de las expectativas ha seguido acompañado por una alta credibilidad en el cumplimiento de la meta; así, según la encuesta trimestral de abril, el 90,1% de los entrevistados considera factible el cumplimiento de la meta de 2006, siendo este porcentaje el más alto para este mismo mes desde que se cuenta con información (Gráfico 17).

El comportamiento de las expectativas puede haber contrarrestado algunas presiones inflacionarias que pudieran haber empezado a surgir a nivel de costos o por el rápido crecimiento de la demanda; de igual manera, puede haber contribuido a limitar los ajustes salariales pese a la señal alcista que pudo haber representado el incremento del salario mínimo este año, el cual superó en cerca de 3 pp la meta de inflación.

GRÁFICO 17

PORCENTAJE DE CREDIBILIDAD EN LA META DE INFLACIÓN, 2001 A 2006 (ENCUESTA DE EXPECTATIVAS, REALIZADA EN ABRIL DE CADA AÑO)



Fuente: Banco de la República.

3. Excesos de capacidad y presiones de demanda

Desde hace casi tres años el fuerte crecimiento de la demanda ha estado acompañado de una constante ampliación de la oferta potencial de la economía, la cual ha impedido que los excesos de capacidad productiva heredados de la crisis de finales de los años noventa desaparecieran rápidamente. A esta situación también han contribuido las ganancias de productividad que se han detectado en diferentes sectores de la producción; aún así, como se ha señalado en informes anteriores,

la dinámica de la demanda ha sido alta, tendiendo a superar la de la capacidad productiva, razón por la cual dichos excesos han ido desapareciendo lentamente.

La tendencia anterior habría continuado durante el primer semestre de este año según lo muestra el examen de una amplia variedad de indicadores de utilización de la capacidad productiva (Gráfico 18) y la estimación de la brecha del producto a través de diversas metodologías; por tanto, el análisis de dicha información sugiere que los excesos de capacidad productiva son en la actualidad menores que los que se estimaron para comienzos de año y para 2005. A esta conclusión se llega incluso teniendo en cuenta el importante crecimiento de la inversión ocurrido el año anterior y la que se habría presentado en la primera mitad de 2006.



En particular, en el presente informe se considera que la utilización de factores y de la capacidad productiva, en general, se estaría acercando a un umbral a partir del cual un acelerado crecimiento de la demanda podría derivar en presiones sobre precios; así las cosas, en este informe se parte del supuesto de que la brecha del producto se ha cerrado en 2006 y que incluso podría situarse marginalmente por encima de cero dada la revisión hacia arriba de las cifras de crecimiento de 2005 efectuadas recientemente por el DANE (Gráfico 19).

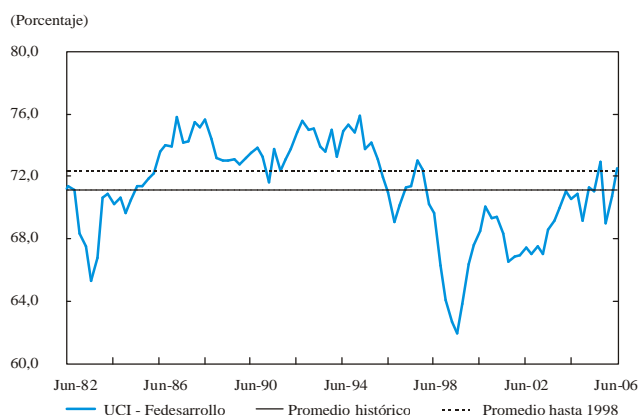
Debe reconocerse, no obstante, que varias de las medidas de inflación básica y no transable han continuado mostrando una gran estabilidad o incluso han descendido en lo corrido del año, lo que sugiere que las presiones inflacionarias por cuenta de la demanda siguen contenidas o son muy bajas. En este fenómeno podría haber cumplido un papel importante las bajas expectativas de inflación, pero también, como se menciona más adelante, estaría influyendo la aparente aceleración del crecimiento de la productividad laboral en varios sectores como el de la industria y el comercio, detectada recientemente. Así mismo, el fenómeno de la globalización puede haber frenado alzas en precios, no sólo de sectores transables sino también de no transables, a través de la reducción de los costos de producción y de una mayor competencia para las empresas locales.

#### 4. Costos

La depreciación del segundo trimestre y los aumentos de los precios internacionales de varias materias primas han incidido en los precios al productor, especialmente en el IPP de importados, y podrían señalar presiones alcistas sobre los costos; en efecto, la inflación total al productor, luego de lograr un mínimo histórico en marzo de este año (1,5%), repuntó fuertemente en los meses siguientes hasta alcanzar 4,8% en junio. En el caso del IPP de importados el aumento ha sido mayor y su nivel en junio era de 4,7% (Gráfico 20).

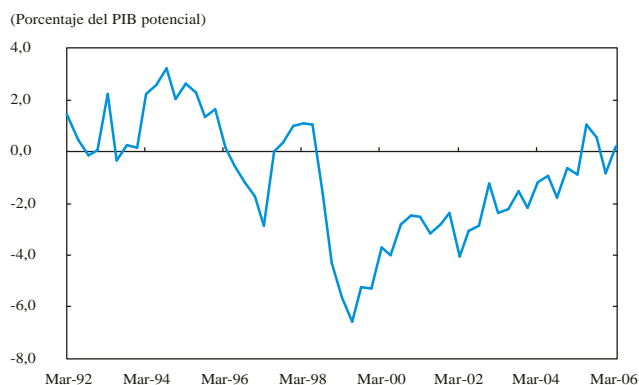
Dentro de los precios externos que han ocasionado el aumento de la inflación al productor y de los costos,

#### UTILIZACIÓN DE CAPACIDAD INSTALADA DE FEDESARROLLO (SERIE DESESTACIONALIZADA)



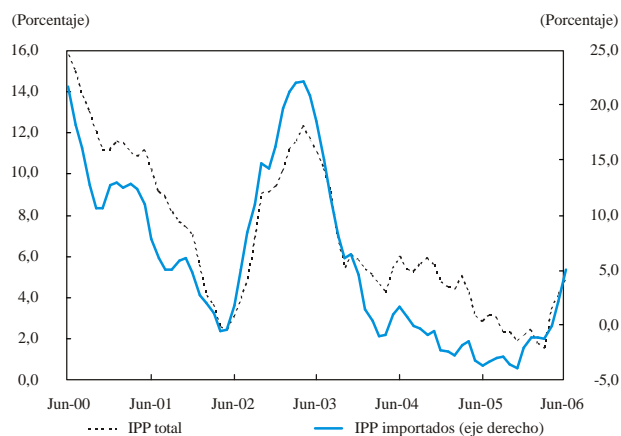
Fuente: Fedesarrollo.

#### BRECHA DEL PRODUCTO



Fuente: Banco de la República.

#### INFLACIÓN IPP TOTAL E IMPORTADOS



Fuente: Banco de la República.

*Los altos precios del petróleo y sus derivados han incrementado los costos y la inflación al productor.*

sobresale el del petróleo, sus derivados y posibles sustitutos; en este último grupo se encuentra varios productos de origen agrícola o agroindustrial como el maíz, la caña de azúcar y el azúcar, cuyo ciclo de precios hasta hace poco estaba poco vinculado con el de los combustibles, pero que a raíz de avances técnicos y de la limitada oferta de crudo han comenzado a ser vistos como una alternativa energética importante. Fuera de la energía, otras materias primas que han reportado aumentos en precios son los metales, incluido el oro, como consecuencia del auge de la demanda ocasionada por el fuerte crecimiento de Asia.

Tanto en el caso del petróleo y sus derivados como en el de metales, las alzas en precios parecen obedecer a un ajuste permanente, explicado por las nuevas condiciones de los mercados, lo cual representa una nueva situación para la economía colombiana, que deberá traducirse en aumentos de los costos de producción. Con respecto a la depreciación, es menos claro si tendrá un efecto sostenido sobre los costos, la volatilidad y las correcciones a la baja que se han observado desde julio.

## 5. Salarios y productividad

*La productividad ha aumentado, tanto en sectores transables como no transables.*

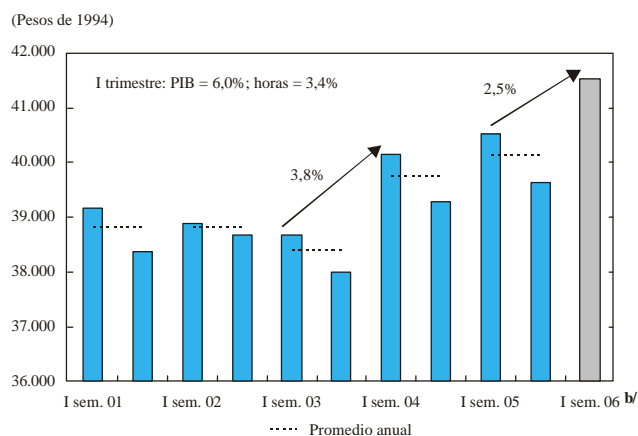
Al evaluar el crecimiento no inflacionario y los excesos de capacidad productiva de la economía, una variable central es el comportamiento de la productividad. Como se ha señalado en informes anteriores, los indicadores de esta medida sólo se pueden obtener de manera indirecta mediante el uso de otras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

Con la información contenida en las cuentas nacionales, en la Encuesta continua de hogares (ECH) y suponiendo un crecimiento del PIB urbano sin Gobierno para el primer semestre del año de 6,0%<sup>8</sup>, se estima que el producto por trabajador ( $Y/L$ ) a nivel urbano habría aumentado 1,5% en la primera mitad del año y que la productividad del trabajo ( $Y/H$ ) creció 2,5% (donde  $H$  es el número de horas totales trabajadas) (Gráfico 21).

El crecimiento de la productividad del trabajo se ha presentado tanto en sectores transables como no transables: en el caso de la industria manufacturera el producto por hora trabajada ha acelerado su tasa de crecimiento,

GRÁFICO 21

### PRODUCTO URBANO POR HORA TRABAJADA <sup>a/</sup>



<sup>a/</sup> PIB excluyendo los servicios del Gobierno, agricultura y minería.

<sup>b/</sup> Corresponde a una proyección del Banco de la República.

Fuente: Banco de la República.

<sup>8</sup> Este supuesto es consistente con el pronóstico de crecimiento para el segundo trimestre, el cual se presenta en el segundo capítulo de este informe.

dejando atrás la disminución transitoria que se observó en la segunda mitad de 2005 y que fue señalada en el informe de inflación del mes de marzo; por otra parte, las ventas por trabajador en el comercio al por menor también aceleraron su crecimiento a lo largo del año, indicando avances en la productividad en el sector (Gráfico 22).

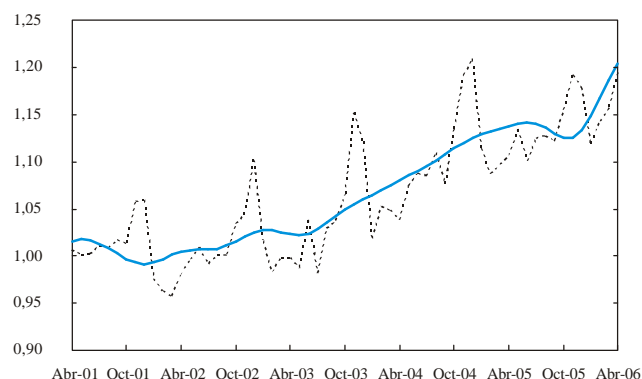
El mayor crecimiento de la productividad del trabajo y los moderados ajustes salariales de la industria han incidido en la estabilidad del costo laboral unitario en términos nominales: con información a abril su crecimiento anual fue sólo de 0,6%. En el caso de sectores no transables como construcción y comercio se observaron también unos ajustes salariales moderados en los últimos meses. Teniendo en cuenta lo anterior, no debió presentarse presiones inflacionarias importantes por costos laborales en la primera mitad del año.

No obstante, se debe señalar que para las decisiones de la política monetaria es necesario identificar si estas mejoras en productividad obedecen a factores cíclicos, o a factores de oferta temporales o permanentes, pero aún no se cuenta con información suficiente al respecto y se requiere seguir evaluando el comportamiento de los diferentes indicadores.

## E. SITUACIÓN INFLACIONARIA A JUNIO

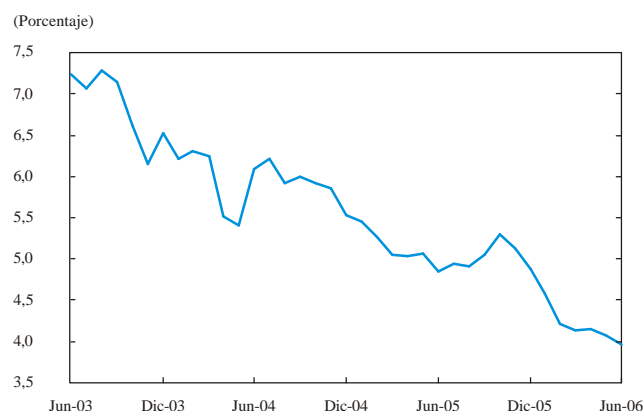
En el primer semestre de 2006 la inflación al consumidor se redujo considerablemente y se ubicó en 3,9% (frente a 4,9% en diciembre y 4,1% en marzo) por debajo del piso del rango meta fijado por el Banco para este año (Gráfico 23). El comportamiento favorable de la inflación total también se observa en las medidas de inflación básica: el IPC sin alimentos se encuentra en 3,6% a junio (Gráfico 24), cómodamente debajo del piso del rango meta. Los otros dos indicadores de inflación básica (núcleo 20 e IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos) se han reducido a la par con la inflación sin alimentos, aunque recientemente han registrado algunos incrementos; con esto, a junio el promedio de los tres indicadores era de 3,6%.

### PRODUCTO POR HORA TRABAJADA EN LA INDUSTRIA (COMPONENTE TENDENCIAL)



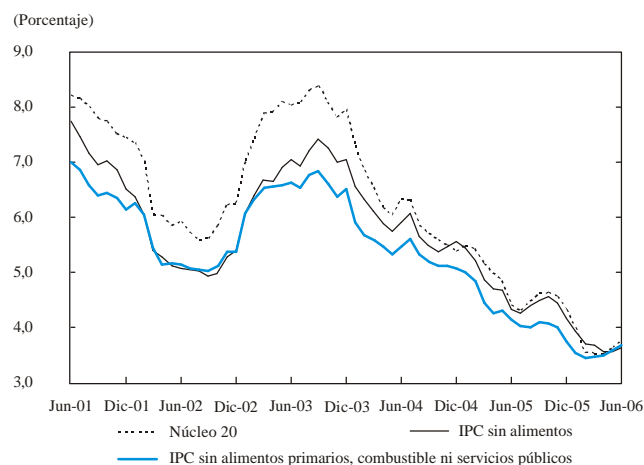
Fuente: DANE-Muestra mensual manufacturera.

### INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

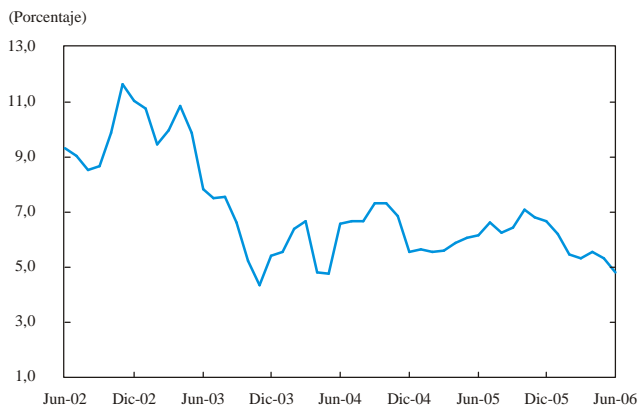
### INDICADORES DE INFLACIÓN BÁSICA



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 25

## INFLACIÓN ANUAL DE ALIMENTOS

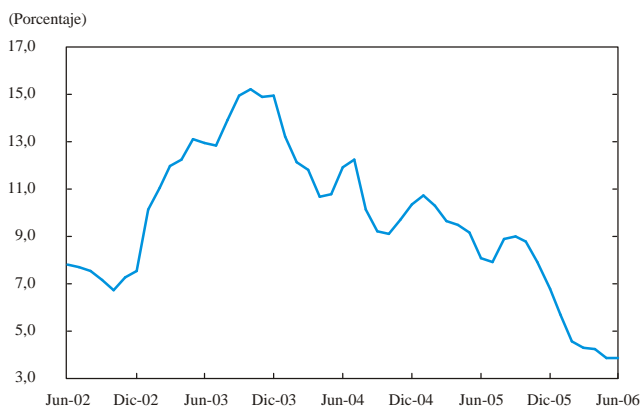


Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

A pesar del buen comportamiento de los indicadores de la inflación básica en el primer semestre, el grueso de su caída, y el de la inflación total, se explica, básicamente, por fenómenos de oferta que podrían tener efectos transitorios, los cuales afectaron positivamente a dos subcanastas del IPC: alimentos y regulados.

Por una parte, la inflación de alimentos se redujo a 4,7% (Gráfico 25) en junio, frente 6,5% en diciembre, y ello fue posible por un bajo ritmo de ajuste en los precios de los perecederos, cuya oferta fue estimulada por un aumento en el área cultivada y un régimen de lluvias favorable. El buen comportamiento registrado por los perecederos no se observó en los procesados, pues estos precios han tendido a ajustarse más rápidamente que el año anterior como resultado de los aumentos en los precios internacionales y de la depreciación del tipo de cambio.

GRÁFICO 26

INFLACIÓN ANUAL DE REGULADOS  
(VARIACIÓN ANUAL)

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Por otro lado, los precios de los bienes y servicios regulados (combustible, transporte y servicios públicos) se ajustaron a una tasa anual de sólo 3,7% en junio (frente a 6,6% en diciembre y 4,2% en marzo), un mínimo desde 1982, subcanasta que ha mostrado una tendencia a la reducción prácticamente constante desde septiembre de 2003 (Gráfico 26).

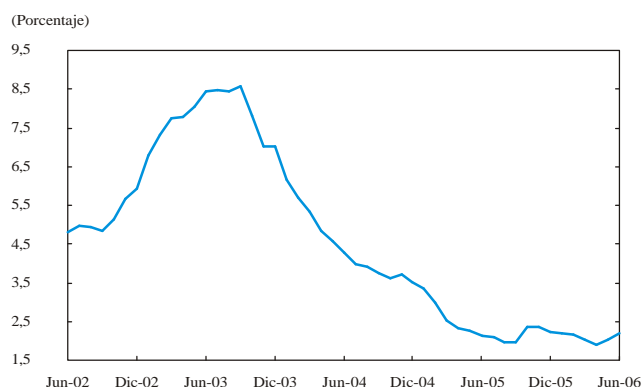
Al interior de los regulados, el IPC de transporte público (el más importante en el grupo) ha sido el componente que más ha contribuido a la caída de la inflación: a junio sus precios se habían ajustado a una tasa anual de sólo 3,1%. En varias zonas urbanas, incluida Bogotá, los ajustes en las tarifas del transporte público se habían aplazado hasta 18 meses, pese a los importantes incrementos en los precios de los combustibles en ese mismo lapso. Otro componente que ha ayudado es el de servicios públicos (2,9% en junio): su buen comportamiento ha venido de la mano con la nueva regulación de tarifas de acueducto introducida a comienzos de año, y con las lluvias abundantes que permitieron abaratar el precio de la energía hidroeléctrica, la principal fuente energética en el país. Finalmente, el tercer componente (combustibles) ha mantenido reajustes relativamente altos, los cuales han tendido a ejercer un efecto alcista sobre la inflación, especialmente durante el segundo trimestre; aún así, los aumentos en el precio interno de los combustibles todavía no recogen plenamente los aumentos del precio externo y del tipo de cambio.

El ritmo de ajuste de los precios de los restantes componentes de la canasta del IPC (transables y no transables sin alimentos ni regulados) no presentó cambios

importantes durante la primera mitad del año; así, la inflación de transables sin alimentos ni regulados fue 2,2% en junio, cifra similar a la de diciembre y sólo ligeramente superior a la de marzo (Gráfico 27). El reciente repunte del tipo de cambio no parece haberse manifestado en la inflación de este grupo y el pequeño incremento registrado en meses recientes se puede deber al efecto de mayores precios de metales preciosos como el oro y la plata, y su efecto en el IPC de bienes como joyería.

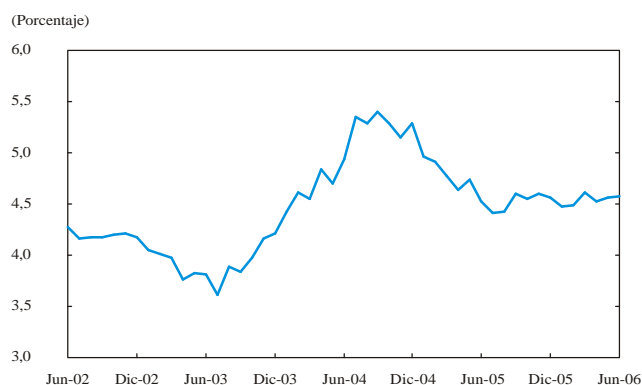
Por su parte, la inflación de los no transables (sin alimentos ni regulados) fluctuó levemente en un rango entre 4,4% y 4,6% durante los seis meses precedentes, un comportamiento similar al que se observó en la segunda mitad de 2005 (Gráfico 28). Al interior de esta subcanasta sobresale el comportamiento del IPC de arriendos, el cual había presentado alzas mayores a las esperadas a comienzos de año, pero que fueron disminuyendo con el transcurso del segundo trimestre (Gráfico 29). Dicho comportamiento puede estar relacionado con la reducción en las tasas de interés para compra de vivienda, las cuales han suscitado la mayor competencia entre bancos para colocar cartera hipotecaria, pues las menores tasas hacen menos atractivo arrendar vivienda que comprarla, reduciendo la demanda por este tipo de servicios. A lo anterior se habría sumado una amplia oferta de inmuebles producto de la reactivación de la construcción en años anteriores.

### INFLACIÓN DE TRANSABLES (VARIACIÓN ANUAL)



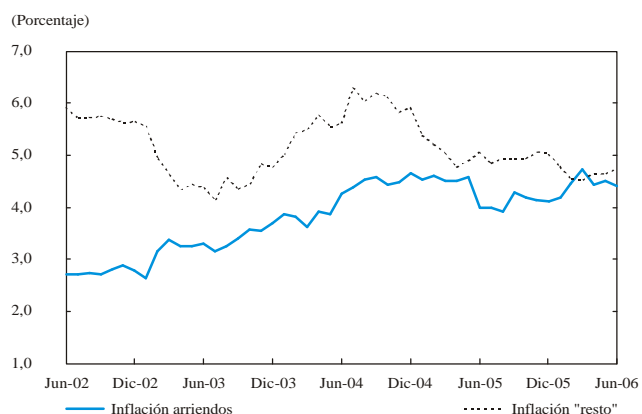
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

### INFLACIÓN DE NO TRANSABLES SIN ALIMENTOS NI REGULADOS (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

### INFLACIÓN DE ARRIENDOS Y "RESTO" (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

## EL IMPACTO DE LA TASA DE CAMBIO SOBRE LOS PRECIOS

Edgar Caicedo G.\*

La reciente depreciación del peso genera nuevamente preocupación acerca de los posibles efectos que tendría sobre los precios al consumidor<sup>1</sup>. En línea con lo anterior, el objetivo de esta nota es hacer una revisión de la literatura local e internacional sobre las características y magnitudes del efecto de la tasa de cambio sobre la dinámica de los precios.

**¿Qué dice la teoría de los efectos del tipo de cambio sobre los precios?**

La respuesta de los precios internos a las fluctuaciones en la tasa de cambio es conocida en la literatura económica anglosajona como el *pass-through effect* (en adelante PT) o traspaso de la tasa de cambio a los precios. Uno de los enfoques principales, denominado como ley del precio único, indica que el precio de un bien, medido en una misma moneda, es el mismo en cualquier país, independiente del lugar donde se produzca o se venda<sup>2</sup>. De esta manera, en una economía pequeña y abierta existirá un PT igual a 100%, con lo cual la transmisión de la tasas de cambio a los precios sería completa. Otros enfoques consideran los efectos de la depreciación en los costos de producción y en la demanda.

**¿De qué magnitud es el PT en Colombia y cuál es el rezago con el que opera?**

En Colombia, son varios los trabajos que han cuantificado el cálculo del PT estimando la relación directa entre el tipo de cambio y el IPC o indirectamente a través del efecto de los precios de los importados sobre el IPC (Cuadro R1.1). Hacia mediados de la década de los noventa Leibovich y Caicedo (1996), con un enfoque estático que utilizaba una matriz insumo-producto, concluyeron que un incremento en el tipo de cambio equivalente a 10% se transformaba en una aceleración de la inflación del consumidor de 1%. Estudios posteriores, utilizando diferentes técnicas econométricas, como los de Rincón (2000) y Rowland (2003), concluyeron que la devaluación del peso con respecto al dólar se transmitía en el largo plazo entre 80% y 84% a los precios al productor de los importados, entre 28% y 61% a los precios al productor en conjunto y entre 8% y 15% a los precios al consumidor. Finalmente, otros estudios que calcularon directamente la respuesta del IPC total a un

\* Profesional experto en inflación de la Sección de Inflación, del Departamento de Programación e Inflación, de la Subgerencia de Estudios Económicos. Las opiniones expresadas aquí son de la responsabilidad exclusiva del autor y no reflejan necesariamente las del Banco de la República ni de su Junta Directiva.

<sup>1</sup> Entre el primero de marzo y el 18 de julio de este año el peso perdió 13,8% de su valor con respecto al dólar.

<sup>2</sup> Esta ley se cumple bajo el supuesto de un perfecto arbitraje y movilidad de bienes a nivel local e internacional y sin que medien diferencias en términos de homogeneidad y sustituibilidad de productos con el resto del mundo.

**CUADRO R1.1**  
**COMPARACIÓN DE ALGUNOS ESTUDIOS DE PASS-THROUGH EN COLOMBIA**

Autor(es)	Pass-Through de largo plazo <sup>a/</sup>			Período analizado
	Precios importados	IPP total	IPC total	
Leibovich y Caicedo (1996)			10,0%	n.a.
Rincón (2000)	84,0%	61% <sup>b/</sup>	11,0%	1980-1998
Rolawd (2003 )	80,0%	28%	8%-15%	1983:01 - 2002:10
Departamento de Modelos Macroeconómicos del Banco de la República (2003)			4,0% - 5,5% <sup>c/</sup>	1984 - 2002
Rosas (2004)	50% - 100% <sup>d/</sup>			1991:01 - 2002:09
Rincón, Caicedo y Rodríguez (2005)	10% - 80% <sup>d/</sup>			1995:01 - 2002:11
Deutsche Bank (2006)			4,4%	

a/ Los coeficientes de *Pass-Through* son la transmisión en porcentaje de la devaluación de la tasa de cambio a la inflación de precios.

b/ Sobre los precios de exportación.

c/ Sobre la inflación básica.

d/ Rango de P-T en el cual caen los diferentes subsectores de la industria analizadas.

n.a. No aplica.

choque en la tasa de cambio, (DMM-BR, 2003) y Deutsche Bank (2006), encontraron también efectos de largo plazo entre 4% y 6%<sup>3</sup>.

De acuerdo con la literatura anterior, en Colombia el efecto de la depreciación sobre la inflación al consumidor es limitado e incompleto, y las razones son varias: la existencia de competencia y sustituibilidad imperfecta entre bienes transables, la heterogeneidad de bienes, las diferentes percepciones de los agentes sobre la transitoriedad de la depreciación y sobretudo la relativamente baja participación de los sectores comercializables o transables en la canasta del consumidor colombiana (35%).

Con respecto a la rapidez con la cual se presenta el PT, ésta depende del tipo de canasta de bienes que se esté considerando. Frente al IPP, en especial los importados, la transmisión es casi inmediata. Para el IPC, diversos estudios coinciden en señalar que la transmisión completa puede tomar cerca de un año, pero efectos importantes se empiezan a sentir con un rezago de un trimestre, en especial sobre el IPC transable.

### ¿Ha caído el PT en Colombia?

En el estudio del DMM-BR (2003) se identificó que el PT de la inflación de importados a la inflación básica en Colombia ha caído durante las dos décadas anteriores, pasando de 8,6% a

<sup>3</sup> Estimaciones sectoriales como las de Rosas (2004) y Rincón *et al.* (2003) encuentran un rango amplio de coeficientes de PT que van de 0% a 100%.

mediados de la década de los ochenta, a niveles de 4% a 5% a finales de 2002. Por otro lado, el trabajo de Rincón *et al.* (2005) encuentra que el PT para varios sectores industriales puede ser menor en períodos de inflación baja y con tipo de cambio flexible, condiciones que se cumplen en los últimos siete años.

### ¿Cómo nos comparamos con el resto de países?

De acuerdo con el estudio reciente de Deutsche Bank (2006) Colombia es el país en el cual la tasa de cambio se transmite en menor medida a los precios al consumidor (Cuadro R1.2). Adicionalmente, este estudio, muestra que el PT ha caído en las economías de América Latina a niveles observados en los países desarrollados (G7), siendo Argentina la excepción con un coeficiente de PT similar a los de los países emergentes de Europa, Medio Oriente y África. Salvo en México y Argentina, donde la transmisión se da después de un año, para el resto de países de la región se completa en doce meses. Pese a lo anterior, la respuesta de los precios al consumidor a un choque en la tasa de cambio sigue siendo más rápida en América Latina que en otras regiones. Según un estudio de Edwards (2006), la drástica caída del PT en América Latina es producto de la liberación del tipo de cambio en los países de la región y de la implementación de regímenes de inflación objetivo.

### ¿Varía el PT con el tipo de choque cambiario y con la fase del ciclo económico?

#### La situación en algunos países

Hay poca evidencia sobre como varía el efecto de una depreciación frente a una apreciación del tipo de cambio<sup>4</sup>. Un reciente estudio en los Estados Unidos demostró que una depreciación

**CUADRO R1.2**  
COMPARACIÓN INTERNACIONAL DE PASS-THROUGH  
(PORCENTAJE)

País	1 mes	3 meses	12 meses
Argentina	-	13,1	23,9
Brasil	1,1	6,3	9,7
Chile	-	5,5	5,3
Colombia	1,1	3,1	4,4
México	3,5	7,5	13,6
Promedio América Latina	1,0	7,1	11,4
Promedio América Latina sin Argentina	1,4	5,6	8,3
América Latina antes de 2000	10,0	20,0	69,0
Grupo de los Siete (G7) sin EE.UU.	n.a.	2,0	11,0
Europa, Medio Oriente y África	10,0	17,0	25,0

Fuente: Deutsche Bank (2006).

<sup>4</sup> En Colombia no se conocen trabajos que hayan estudiado la posibilidad de asimetrías en el PT de la tasa de cambio.



impacta con mayor fuerza los precios de la economía frente a una apreciación (Ye, Zyren, Shore y Burdette, 2005); por el contrario, Mendoza (2004) concluye que en Venezuela el PT es mayor cuando la moneda se aprecia que en el caso opuesto, y para el caso de Perú el PT de una gran depreciación es mayor entre 8% y 10% que el de una depreciación pequeña (Winkelried, 2003).

Finalmente, también en el caso de Perú, el PT se duplica cuando el movimiento del tipo de cambio se presenta en un contexto de auge económico frente al de una fase recesiva; un resultado común a muchas economías es que el PT también tiende a ser mayor en regímenes de inflación alta que cuando la inflación es baja (Mendoza, 2004).

## **Bibliografía**

Departamento de Modelos Macroeconómicos (DMM)-Banco de la República (2003). "Estimación del *pass-through* variable en el tiempo" (mimeo), Banco de la República.

Deutsche Bank (2006). "LaTAM: Exchange Rate Pass-Through", *Global Markets Research*, julio.

Edwards, Sebastian (2006). "The Relationship between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited", en *NBER*, documento de trabajo, 12163, abril.

Leibovich, José; Caicedo, Edgar (1996). "Apertura e inflación en la economía Colombiana, 1990-1995", en *Revista Desarrollo y Sociedad*, núm. 36-37, CEDE, Universidad de los Andes.

Mendoza Lugo, Omar A. (2004). "Las asimetrías del *pass-through* en Venezuela", en *Colección Economía y Finanzas, Serie Documentos de Trabajo*, núm. 62, Banco Central de Venezuela.

Rincon, Hernán (2000). "Devaluación y precios de los agregados en Colombia, 1980-1998", en *Revista Desarrollo y Sociedad*, núm. 46, CEDE, Universidad de los Andes.

\_\_\_\_\_; Caicedo, Edgar; Rodríguez, Norberto (2005). "Efectos del *pass-through* de la tasa de cambio: un análisis desagregado de las importaciones colombianas", *Borradores de Economía*, núm. 330, *Banco de la República*.

Rosas, Efraín (2004). "El *pass-through* del tipo de cambio en Colombia: un análisis sectorial" (tesis de maestría), Facultad de Economía, Universidad de los Andes.

Rowland, Peter (2003). "Exchange Rate Pass - Through to Domestic Prices: The Case of Colombia", en *Borradores de Economía*, núm. 254, *Banco de la República*.

Ye, Michael; Zyren, John; Shore, Joan; Burdette, Michael (2005). "Regional Comparisons, Spatial Aggregation, and Asymmetry of Price Pass-Through in US Gasoline Markets", *Atlantic Economic Journal*, vol. 33.

Winkelried, Quezada (2003). "¿Es asimétrico el *pass-through* en el Perú?: un análisis agregado", en *Documentos de Trabajo*, Banco Central de Reserva del Perú.

## II. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

**Para lo que resta del año y para 2007 la economía colombiana continuaría impulsada por una coyuntura externa favorable:** se espera un enfriamiento moderado de los Estados Unidos que sería compensado por un mayor dinamismo en otras economías desarrolladas y de Asia.

**Las proyecciones de balanza de pagos muestran unos ingresos y una producción petrolera estables para los próximos años.** El déficit de cuenta corriente sería fácilmente financiado por la inversión extranjera directa.

**En el escenario base de este Informe se contemplan pocas presiones hacia la depreciación en los próximos trimestres:** se considera improbable que el tipo de cambio se mantenga en los niveles de mayo y junio, pero tampoco se espera que retorne a los niveles bajos de comienzos de año.

**No se anticipan cambios importantes en el ritmo de crecimiento económico este año y el próximo:** se espera que el canal de crédito desempeñe un papel más importante hacia el futuro. En el segundo trimestre puede darse una ligera desaceleración, que se explicaría por eventos transitorios.

**La coyuntura apunta hacia una ligera aceleración de la inflación, especialmente para 2007:** hay una alta probabilidad de cumplir la meta en 2006. Sin embargo, más adelante se agotarían los excesos de capacidad productiva aumentando los riesgos sobre la inflación. También es probable que haya presiones por combustibles y transporte que se harían permanentes si se filtran a las expectativas y a los salarios.

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

#### 1. Aspectos generales

Las perspectivas de crecimiento mundial para la segunda mitad de este año y para el próximo se mantienen favorables; se espera que un menor crecimiento de la economía estadounidense no afecte seriamente el crecimiento mundial, el cual será estimulado por el mayor dinamismo en la zona del euro, Japón y China. De otro lado, mejoraron las expectativas de crecimiento para los socios comerciales de Colombia en la región, frente a lo estimado hace tres meses.

El menor ritmo de expansión en los Estados Unidos se observaría especialmente en 2007 (2,8%, frente a 3,0% esperado hace tres meses), como resultado de los aumentos en las tasas de interés desde hace dos años. El consumo de los hogares presentará un menor dinamismo, gracias al enfriamiento del mercado de vivienda y a las mayores tasas de interés, y por su parte la inversión seguiría liderando el crecimiento (Cuadro 4).

Para 2006 el crecimiento de la zona del euro y Japón sería de 2,2% y 2,9%, respectivamente, con una tendencia igualmente favorable para 2007, ritmo que es mayor al observado en los cinco años anteriores (Cuadro 4). En ambos casos la expansión seguirá liderada por la inversión y el consumo, que cada vez tiene una mayor fortaleza; así, la demanda interna compensaría la menor demanda externa resultante del enfriamiento de la economía norteamericana.

En el caso de las economías emergentes, las expectativas de crecimiento han aumentado de manera importante frente a lo esperado hace tres meses: el crecimiento para la economía de China sería de 9,6% en 2006 y 8,9% en 2007; al tiempo que la dinámica de la inversión continuará liderando el crecimiento, aunque se espera que el consumo mejore cada vez más. Si bien las autoridades monetarias han venido tomando medidas para controlar la sobreinversión en algunos sectores

#### CUADRO 4

##### PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO PARA LOS PRINCIPALES SOCIOS COMERCIALES <sup>a/</sup> (PORCENTAJE)

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

Fuente: Datastream-Consensus, cálculos del Banco de la República.

y los altos precios de la finca raíz, los resultados esperados sobre el crecimiento aún serán muy limitados.

En el caso de Venezuela, nuestro principal socio comercial en la región, igualmente las expectativas son mejores frente a lo esperado hace tres meses, como resultado del aumento en los precios del petróleo; por otra parte, para este Informe, el crecimiento esperado aumentó de manera importante para 2006 y 2007 de 6,8% y 4,6%, a 7,9% y 5,3%, respectivamente; no obstante, el crecimiento para Ecuador seguirá alrededor de 3%, como resultado de la menor inversión afectada por la inestabilidad política. Con base en lo anterior, en nuestro escenario básico el crecimiento esperado para nuestros socios comerciales, según la estimación de la balanza de pagos, es de 4,0% para 2006 y 3,1% para 2007 (Cuadro 4).

La actual coyuntura inflacionaria en los Estados Unidos es una de las más complejas de los últimos años: por un lado, se mantiene e incluso se incrementan las presiones inflacionarias provenientes de los altos precios de las materias primas, ocurre en un momento en que la economía, pese a algunos signos de desaceleración, crece a tasas relativamente altas y cuando surgen indicios de aumento en las expectativas de inflación; por otro, los indicadores de productividad muestran que ésta habría seguido aumentando a un buen ritmo, sugiriendo que el crecimiento potencial no inflacionario todavía es importante.

Los analistas han tendido a aumentar los pronósticos de inflación en los Estados Unidos, dado el repunte reciente de la inflación, las nuevas alzas en los precios de las materias primas y la inercia que trae el crecimiento económico; por lo cual, las proyecciones del consenso de analistas<sup>9</sup>, que hacen parte de nuestro escenario básico, pasaron de 2,9% a 3,5% para 2006, en el caso de la inflación total, y de 2,4% a 2,7%, en la básica; igualmente, para 2007 la inflación total esperada pasó de 2,3% a 2,7%, y la básica de 2,4% a 2,6%.

Este panorama estaría asociado con un aumento en las tasas de interés de entre 25 pb y 50 pb, ubicándolas entre 5,5% y 5,75% para finales de 2006, aumentos mayores que los previstos hace tres meses (5,25%). Al respecto, seguimos creyendo que la respuesta de la Fed dependerá de nueva información, tanto en materia de inflación como de crecimiento.

En el caso de la zona del euro y Japón las expectativas de tasas de interés también han aumentado, aunque marginalmente; así, se espera que aquéllas terminen para 2006 en 3,25% y 0,5%, respectivamente.

Dado el fuerte crecimiento mundial y los bajos excesos de capacidad en la producción de algunos bienes básicos, los pronósticos para los precios de los *commodities* han aumentado: la estimación de *The Economist Intelligence Unit*

---

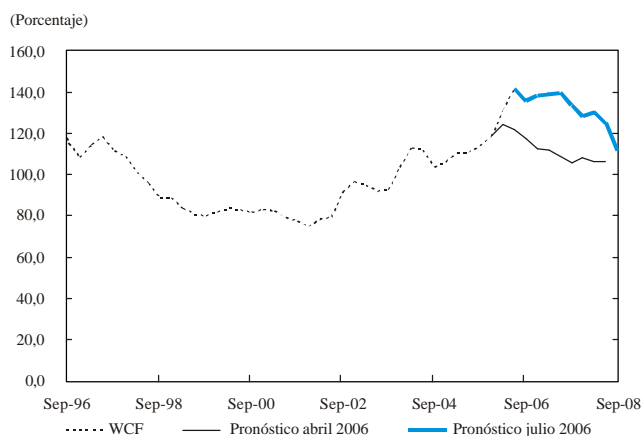
<sup>9</sup> JP Morgan, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Crédit Suisse, Dresdener Kleinwort W., entre otros.

para el caso del petróleo es de US\$71,62 por barril en 2006 y US\$67,56 por barril para 2007, superiores en más de US\$10 frente a los esperados hace tres meses; en el corto plazo los continuos problemas geopolíticos sigan presionando los precios, como es el caso de la actual guerra en el Medio Oriente.

En el caso de los *commodities* sin energía, los pronósticos también aumentaron de manera importante; corrección que se ha observado especialmente en los precios de los metales: según el índice World Commodity Forecast (WCF) los precios crecerían 21,1% en 2006, frente a 5,0% esperado hace tres meses, con una caída (1,2% en 2007; 9,4%, anteriormente). Esta coyuntura debería incentivar la producción en los próximos años; sin embargo, esto sólo se observaría claramente a partir 2008 (Gráfico 30). Para el largo plazo, no se descarta que el fuerte crecimiento de algunos países asiáticos, como China e India, mantengan altos los precios del petróleo y otros *commodities* en núcleos altos. Con base en lo anterior, para el escenario base de este Informe han aumentado los precios de los principales bienes de exportación de Colombia, frente a lo esperado hace tres meses (Cuadro 5).

GRÁFICO 30

ÍNDICE DE PRECIOS DEL TOTAL DE COMMODITIES SIN PETRÓLEO (WCF)



Fuente: EIU.

Aunque el escenario base del contexto externo aún es favorable, no se descarta que en los próximos meses se presente una alta volatilidad en los mercados financieros, dada la incertidumbre reinante y el entorno de una menor liquidez mundial. Para los países de la región, incluyendo Colombia, la parte crucial del contexto externo será el fuerte crecimiento mundial, que en estas circunstancias permite que los precios de nuestros productos de exportación sean menos vulnerables. Los mejores términos de intercambio continuarían estimulando la inversión extranjera directa, especialmente aquella dirigida a la explotación de recursos naturales.

CUADRO 5

PRECIOS INTERNACIONALES

	Promedio			Proyección 2006		Proyección 2007	
	2003	2004	2005	actual <sup>a/</sup>	anterior <sup>b/</sup>	actual <sup>a/</sup>	anterior <sup>b/</sup>
Café ( <i>ex dock</i> ) (dólares por libra)	0,7	0,8	1,1	1,2	1,1	1,0	1,0
Petróleo (dólares por barril)	29,0	37,3	49,8	59,0	53,5	61,8	52,9
Carbón (dólares por tonelada)	28,2	36,1	47,9	47,9	47,5	50,2	48,8
Ferróníquel (dólares por libra)	1,4	2,3	2,4	2,4	2,4	2,2	2,2
Oro (dólares por onza <i>troy</i> )	362,5	409,3	445,0	560,2	560,2	590,2	590,2

a/ Balanza de pagos estimada en julio de 2006.

b/ Balanza de pagos estimada en abril de 2006.

Fuente: Banco de la República.

Por tanto, aun si persiste una alta volatilidad en los mercados financieros, no se espera que el tipo de cambio permanezca en los niveles en los que se situó en mayo y junio. La corrección que se ha venido observando desde julio corrobora esta tendencia. De otro lado, tampoco es probable que el tipo de cambio retorne a los niveles que se observaron a principios de año. Con todo, se debe enfatizar en la gran incertidumbre que rodea cualquier pronóstico del tipo de cambio, incluso en el corto plazo.

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

Para el año 2006 se estima un déficit en cuenta corriente de US\$1.589 m (1,2% del PIB, frente a 1,6% en 2005), resultado que estaría explicado, básicamente, por la reducción en el déficit de la renta de los factores (de 4,5% a 4% del PIB) y de los servicios no factoriales (de 1,7% a 1,4%), y que compensan sobre manera la reducción del superávit de la balanza comercial de bienes, la cual pasaría de US\$1.595 m (1,3% del PIB) en 2005, a US\$1.050 m (0,8% del PIB) (Cuadro 6). La mejora en la cuenta de renta de factores se explica por los menores pagos de intereses del sector público, debido a las operaciones de manejo de pasivos que ha venido adelantando el Gobierno.

Se estima que el déficit que se genere en la cuenta corriente será más que financiado por recursos provenientes de inversión extranjera directa neta<sup>10</sup>, la cual

<sup>10</sup> Se considera que US\$1.162 millones (m) de recursos provendrán de las privatizaciones de Telecom, ISA, Granbanco, Ecogas, Propal y Monómeros Colombo Venezolanos, entre otros.

CUADRO 6

### PROYECCIÓN DE LA BALANZA DE PAGOS DE COLOMBIA

	Millones de dólares			Porcentaje del PIB		
	2004	2005 (pr)	2006 (proy)	2004	2005 (pr)	2006 (proy)
I. Cuenta corriente	(938)	(1.978)	(1.589)	(1,0)	(1,6)	(1,2)
A. Bienes y servicios no factoriales	(333)	(505)	(768)	(0,3)	(0,4)	(0,6)
1. Bienes	1.346	1.595	1.050	1,4	1,3	0,8
2. Servicios no factoriales	(1.679)	(2.100)	(1.818)	(1,7)	(1,7)	(1,4)
B. Renta de los factores	(4.332)	(5.562)	(5.181)	(4,4)	(4,5)	(4,0)
C. Transferencias	3.727	4.089	4.360	3,8	3,3	3,4
II. Cuenta de capital y financiera, y variación de las reservas internacionales brutas	6.021	5.435	1.153	6,2	4,4	0,9
A. Inversión directa neta	2.975	5.754	3.952	3,0	4,7	3,1
B. Otros movimientos de capital <sup>a/</sup>	3.046	(319)	(2.799)	3,1	(0,3)	(2,2)

(proy) Proyectado.

(pr) Preliminar.

<sup>a/</sup> Incluye operaciones del sector público, privado, errores y omisiones, y la variación de reservas internacionales brutas.

Fuente: Banco de la República.

seguiría siendo dinámica en los sectores de petróleo, carbón y manufacturas. Los flujos de inversión extranjera directa compensarían parcialmente las salidas de capital del sector privado; así mismo, las proyecciones aquí presentadas suponen que no hay salidas adicionales de capitales en el segundo semestre del año.

Finalmente, las proyecciones de mediano plazo del Banco de la República muestran que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos del país se mantendrá, en promedio, en niveles del 2,5% del PIB en los próximos cinco años, dada una reducción gradual de los términos de intercambio, una demanda mundial que crecería 2,8% por año, y un crecimiento de la economía colombiana de alrededor de 4%, pronóstico que también tiene en cuenta la posible evolución de las fuentes de financiamiento externas.

En este escenario, los ingresos por exportaciones de petróleo, sus derivados y de carbón se mantendrían relativamente estables, alrededor de 4,5% y 2,2% como proporción del PIB, respectivamente. Esta proyección se basa en una producción de crudo que no descendería en el período y en unos precios internacionales que se mantendrían relativamente altos.

## B. CONTEXTO INTERNO

### 1. Pronóstico de corto plazo del PIB

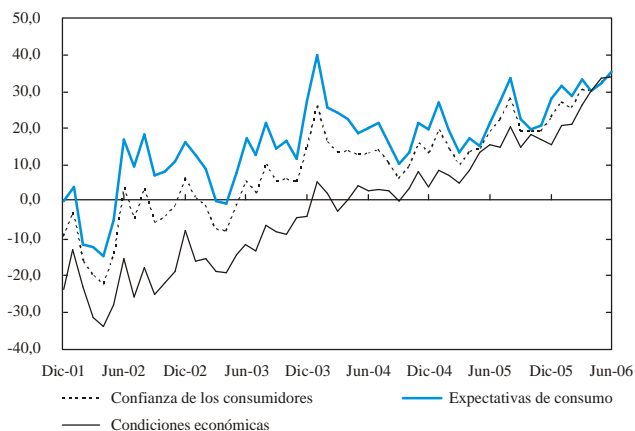
La información disponible sobre la demanda interna muestra que el dinamismo exhibido en los trimestres pasados habría continuado en lo que va del año: los indicadores de confianza de los consumidores, de expectativas de consumo y de condiciones económicas siguieron aumentando a junio de 2006, y mostraron niveles superiores a los del mismo período del año pasado (Gráfico 31).

Además de los indicadores de confianza para el consumo de los hogares, también hay indicios de que la inversión privada continuaría creciendo a buen ritmo. La información del DANE a mayo, y de la Dirección de Impuestos y Aduanas Nacionales (DIAN) a junio (preliminar), muestran la solidez de las importaciones, que en su mayoría son de bienes intermedios y de capital. Lo anterior, junto con la información de cartera, la confianza de los inversionistas, la continuidad en las mejores condiciones laborales y el contexto externo favorable, permite esperar que el crecimiento del PIB continúe estimulado por la demanda interna.

Aunque prevalecen las buenas condiciones internas y externas para el crecimiento, el escenario central de este informe se pronostica un crecimiento de 3,7% para el PIB del segundo trimestre de 2006 debido a algunos

GRÁFICO 31

#### ÍNDICES DE LA ENCUESTA DE CONSUMO DE FEDESARROLLO



Fuente: Fedesarrollo.



choques de oferta (Cuadro 7): en particular, se prevé algún efecto negativo sobre el crecimiento debido a la mala cosecha cafetera, al paro de la empresa carbonífera Drummond, a las lluvias excesivas que afectaron la producción de algunos perecederos y al menor número de días hábiles en el segundo trimestre del año (tres), así como el efecto de la Ley de Garantías Electorales sobre algunos servicios del Gobierno y los posibles efectos de la volatilidad financiera en los servicios de intermediación del sistema financiero.

El mismo escenario central también prevé que el ritmo de crecimiento se recuperará para el tercer trimestre del año, por lo que se observaría un aumento de 5,2% frente al mismo trimestre del año anterior; para dicho período se espera que las exportaciones de carbón se hayan restablecido plenamente; también se pronostica una caída moderada en la producción de café, aunque se contempla que el año cafetero 2005/2006 decrecerá cerca de 6,0%, en promedio.

Durante el tercer trimestre, y en general durante la segunda mitad del año, es probable que se presenten crecimientos altos en el gasto público; cuya explicación reside en que dicha demanda habría estado frenada en el primer semestre como consecuencia de la Ley de Garantías Electorales, así, el gasto público tendría que

CUADRO 7

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

	2005	2006		
		I trim.	II trim. <sup>a/</sup>	III trim. <sup>a/</sup>
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,9	0,8	1,2	2,5
Explotación de minas y canteras	3,0	1,7	(4,6)	6,7
Electricidad, gas y agua	3,2	3,2	1,2	3,1
Industria manufacturera	3,9	7,3	2,8	3,6
Construcción	11,9	5,7	11,2	3,9
Edificaciones	4,3	(1,1)	2,4	2,2
Obras civiles	28,1	17,8	30,0	6,8
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	9,4	8,4	6,4	6,3
Transporte, almacenamiento y comunicación	5,1	9,7	5,8	5,1
Estab. finan., segur., inmueb. y servicios a las empresas	3,5	6,5	(2,9)	(0,4)
Servicios sociales, comunales y personales	4,0	2,9	1,9	9,1
Intermediación financiera medida indirectamente	8,5	13,6	(17,6)	(7,1)
Subtotal valor agregado	4,6	4,8	3,1	5,0
<b>PIB</b>	<b>5,2</b>	<b>5,2</b>	<b>3,7</b>	<b>5,2</b>
Impuestos, menos subsidios	13,3	10,3	11,6	8,3
Servicios financieros netos de SIFMI <sup>b/</sup>	1,9	4,2	2,3	2,0
Transables <sup>c/</sup>	4,0	4,4	2,9	4,4
No transables	6,0	5,7	4,1	5,7

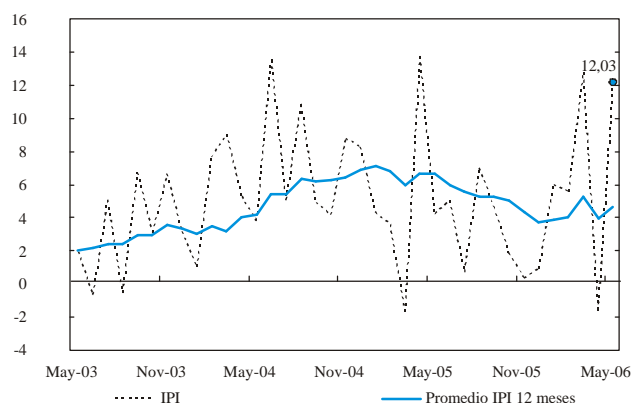
<sup>a/</sup> Proyección.

<sup>b/</sup> SIFMI: servicios de intermediación financiera medidos indirectamente.

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

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

### CRECIMIENTO ANUAL DEL ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (IPI) DE LA MMM DEL DANE



Fuente: DANE-MMM, cálculos del Banco de la República.

crecer, en promedio, cerca del 10,0% en el tercer y cuarto trimestres con el fin de cumplir con el presupuesto fijado para 2006.

Dado lo anterior, los sectores no transables crecerían 4,9%, en promedio, entre el segundo y el tercer trimestres, mientras que los sectores transables lo harían solo 3,7%. Conviene señalar que, al momento de efectuar las proyecciones, no se conocía el crecimiento industrial para el mes de mayo (12%, según la muestra mensual manufacturera del DANE), el cual resultó por encima de los pronósticos. Según los cálculos del Banco de la República, al corregir por días hábiles y estacionalidad, a mayo el componente tendencial de la industria manufacturera podría estar creciendo por encima del 4,0% (Gráfico 32), con lo cual superaría los

pronósticos considerados en el escenario central de este Informe.

## 2. Pronóstico del PIB para 2006 y 2007

El contexto externo, y los diferentes elementos del contexto interno que sustentan el pronóstico central de corto plazo para el PIB garantizan un buen crecimiento para 2006, ya que se prevé un crecimiento de 4,8% para todo el año.

El consumo de los hogares se incrementaría 5,3%, acelerándose frente a 2005 y contribuyendo de forma importante al crecimiento (Cuadro 8). La inversión total continuará impulsando el crecimiento, pese a que se esperan para el segundo semestre de 2006 variaciones anuales menos dinámicas que las de la primera mitad del año. La formación bruta de capital fijo (FBCF) sin obras civiles crecería 11,2%, mientras que la FBCF con obras civiles crecería 12,7%, según lo presupuestado por el Gobierno. Dado lo anterior, la inversión cerraría el año 2006 con un nivel equivalente al 24% del PIB, muy por encima del promedio histórico (17,4%).

En 2007 la economía mantendría un buen ritmo de crecimiento. No se anticipan choques importantes que afecten el dinamismo económico. Así, se espera que los principales fundamentales externos, en particular los altos términos de intercambio y la sólida demanda externa permitan una expansión del PIB que estaría entre 4,3% y 5,2%.

## C. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

### 1. Pronósticos

En el Cuadro 9 se consignan los pronósticos de inflación obtenidos a partir del modelo central del banco (MMT) utilizando los supuestos mencionados en las dos

secciones precedentes. Como es usual, los resultados del modelo contemplan una tasa de interés que se ajusta de manera endógena para garantizar el cumplimiento de las metas de inflación en el largo plazo; por tanto, en su interpretación conviene tener en cuenta que los cambios en la postura de política monetaria sólo tienen un impacto significativo sobre la inflación a horizontes superiores a tres trimestres.

De acuerdo con la senda central del MMT, no se esperan cambios sustanciales en la inflación del segundo semestre de 2006, con respecto a los niveles observados

CUADRO 8

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

	2004	2005	2006 <sup>a/</sup>
<b>Consumo final</b>	<b>3,8</b>	<b>4,7</b>	<b>5,5</b>
Hogares	4,0	4,7	5,3
Gobierno	3,3	4,8	6,2
<b>Formación bruta de capital</b>	<b>14,5</b>	<b>25,2</b>	<b>15,2</b>
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	13,6	19,4	11,5
FBCF sin obras civiles	23,4	17,7	11,2
Obras civiles	(18,8)	28,1	12,7
<b>Demanda interna</b>	<b>5,6</b>	<b>8,4</b>	<b>7,5</b>
<b>Exportaciones totales</b>	<b>11,3</b>	<b>6,3</b>	<b>4,8</b>
<b>Importaciones totales</b>	<b>15,8</b>	<b>22,6</b>	<b>17,2</b>
<b>PIB</b>	<b>4,8</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8</b>

a/ Proyección Banco de la República.  
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

CUADRO 9

**PRÓNOTICOS DEL MODELO CENTRAL (MMT)**

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

Fuente: Banco de la República.

*Se descartan reducciones significativas de la inflación en el segundo semestre.*

a junio; la inflación total deberá mantenerse cerca al piso del rango meta como resultado de un descenso en la inflación de alimentos, el cual compensaría un ligero aumento de la inflación sin alimentos. Así, estos pronósticos descartan reducciones significativas de la inflación en el segundo semestre, a diferencia de lo que aconteció en la primera mitad del año; además, señalan un quiebre en la tendencia decreciente de la inflación sin alimentos, la cual habría tocado fondo en la mitad del año.

Para un horizonte más amplio, el modelo nuevamente prevé una tendencia ascendente para la inflación total y sin alimentos, al menos mientras comienzan a tener efecto los ajustes en la política monetaria endógenos a la proyección; incluso, comparados con los resultados obtenidos en el Informe de marzo, los nuevos pronósticos sugieren presiones inflacionarias ligeramente mayores a un horizonte de mediano plazo (entre tres y seis trimestres): un ejemplo de ello sería el aumento que registra la proyección de la inflación sin alimentos a marzo de 2007, la cual pasó de 4,3% en el informe anterior, a 4,7%, en el actual.

El aumento de los pronósticos a mediano plazo tiene su origen en la depreciación del tipo de cambio del segundo trimestre, cuya intensidad fue subestimada en el Informe de marzo; por tanto, una vez incorporada en el modelo, dicho episodio desplaza en cerca de 100 pb hacia arriba la inflación anual de transables (sin alimentos no regulados) prevista para la primera mitad de 2007, y como es usual, este resultado obedece tanto al efecto directo del mayor tipo de cambio como al indirecto a través de su impacto en las expectativas y en la inercia inflacionaria.

Pese a lo anterior, el incremento esperado en la inflación es moderado frente a lo sucedido en otros episodios de depreciación: no más de 40 pb sobre la inflación sin alimentos e incluso menos sobre la inflación total, aun después de tener en cuenta probables alzas en los precios de alimentos importados. Lo anterior es posible gracias a que el reciente debilitamiento del peso sería, en buena parte, transitorio, con lo cual las presiones hacia la depreciación se reducirían sustancialmente en el segundo semestre de este año y en 2007, como se explicó en las secciones precedentes de este capítulo.

Ahora bien, en el modelo la inflación de transables no sólo está determinada por el tipo de cambio, sino también por la evolución de las expectativas, por la inflación pasada y por el crecimiento de la demanda en relación con la capacidad productiva disponible; todos estos factores hacen que, en el largo plazo, ella tienda a converger a las metas, incluso si el tipo de cambio se mantiene estable. En vista de ello, en los pronósticos actuales también subyace una tendencia alcista para la inflación de transables, la cual está relacionada con su bajo nivel actual respecto de las metas de largo plazo del Banco y con el dinamismo que mantendría la demanda interna en los próximos trimestres.

*Los nuevos pronósticos sugieren presiones inflacionarias ligeramente mayores a un horizonte de mediano plazo.*

Junto a la revisión de los pronósticos de inflación de transables, en este informe también se incrementó ligeramente la cifra del pronóstico para la inflación de regulados en 2007. El MMT sigue anticipando una tendencia ascendente de este

indicador para los próximos cuatro trimestres, la cual obedece a varias razones: la más importante de ellas tiene que ver con los precios altos que registran los combustibles hoy en día en el mercado mundial y con la alta probabilidad de que estos niveles se mantengan durante mucho tiempo. Dicha situación exigiría aumentos en los precios internos superiores a las metas de inflación en lo que resta de 2006 y en 2007, con el fin de cerrar la brecha que existe actualmente con respecto a los precios internacionales; igualmente, los aumentos recientes en las cotizaciones externas y la depreciación del segundo trimestre hacen aún más factible ese escenario.

*Se anticipa un aumento de la inflación de regulados...*

Así mismo, es probable que los ajustes en combustibles por encima de las metas tengan un impacto en los precios del transporte público en el país, en especial si se tiene en cuenta que en los últimos años se han acumulado aumentos importantes que parecen no haberse transferido plenamente a las tarifas de transporte. Dentro de la subcanasta de regulados, los combustibles y el transporte público representan el 11% y 50% en el IPC total, de modo que su tendencia determina en buena parte el comportamiento de los precios del grupo.

Otra razón para esperar un aumento en el ritmo de ajuste de los regulados tiene que ver con el bajo nivel que presenta la inflación anual de la subcanasta hoy en día, situación que descansa en aumentos muy pequeños en las tarifas de servicios públicos en lo corrido de 2006 (a junio los servicios públicos se habían ajustado a una tasa anual de 2,9%). Estos exiguos ajustes han sido posibles por circunstancias especiales –entre ellas la abundancia de lluvias, la cual redujo los precios de la energía que se transa en la Bolsa–, que muy probablemente no se repetirán en 2007. Así las cosas, para los próximos 18 meses resulta prudente esperar aumentos más cercanos a las metas de lo que sucede hoy en día.

De los tres componentes en que se divide el IPC sin alimentos, en este Informe, sólo los no transables –los más estrechamente ligados a la demanda–, vieron reducir ligeramente su pronóstico frente a lo que se obtuvo en marzo, lo cual obedeció a que los resultados observados en el primer semestre del año tendieron a ser menores que las previsiones. Pese a lo anterior, con los supuestos de crecimiento utilizados (4,8% para 2006 y alrededor de 4,7% para 2007) y dado el actual tamaño de la brecha (0,5% en promedio para 2006). Se prevé un aumento de la inflación de no transables para 2007, tal como se ha presentado en los informes anteriores. La convergencia hacia las metas de largo plazo de la inflación comenzaría sólo a partir del tercer trimestre de 2007, una vez los cambios en la política monetaria empiecen a surtir efecto.

Aunque la evolución de la inflación de no transables depende, principalmente, de la dinámica prevista de la demanda frente al crecimiento del producto potencial o no inflacionario, también hay otros factores que afectan estos pronósticos: los más importantes son el comportamiento de las expectativas y el de la inflación pasada dada la inercia que todavía muestra la inflación en Colombia, aumentos transitorios de los precios por choques de oferta (en alimentos o en regulados) o por aumentos de corta duración en el tipo de cambio tienen un efecto permanente

*... y se prevé un aumento de la inflación de transables para 2007.*

*Los pronósticos muestran una disminución de la inflación de alimentos durante el segundo semestre de este año.*

sobre la inflación a través de estos canales. En la actual coyuntura, ello implica que la depreciación observada en el segundo trimestre, y los aumentos observados y esperados en los precios de combustibles y transporte, también inciden en la tendencia ascendente que muestra la proyección de no transables; de igual manera, el tipo de cambio puede afectar en forma directa los no transables (vía costos o precios de sustitutos que sí son transables).

Con respecto al IPC de alimentos, los pronósticos muestran una disminución de la inflación durante el segundo semestre de este año, esta tendencia que tiene en cuenta dos factores que ejercerían presiones alcistas sobre los precios de los alimentos, a saber: la depreciación del tipo de cambio y los aumentos de los precios internacionales (de azúcar, cereales y aceites) observados en lo corrido del año y esperados para los dos próximos trimestres. Si bien resulta difícil identificar la importancia de cada uno de estos dos factores por separado, en este Informe se considera que las presiones más duraderas provendrían de los altos precios externos y de la posibilidad de nuevas alzas según se explicó a comienzos de este capítulo. La depreciación del segundo trimestre también tendría algún impacto alcista en la segunda mitad del año; no obstante, este efecto sería moderado si, como se espera, el peso vuelve a recuperar parte de su valor.

*Los efectos de la depreciación reciente sobre la inflación serían limitados.*

Con lo anterior, la reducción de la inflación de alimentos en el segundo semestre descansaría, principalmente, en el comportamiento de los precios de los no procesados o primarios. Aunque esta tendencia resulta paradójica dadas las presiones anotadas arriba, la explicación radica en los altos precios relativos que exhiben hoy en día los alimentos primarios, como consecuencia de los continuos aumentos registrados desde comienzos de 2004. En el pasado, caídas rápidas en los precios de los alimentos han sido precedidas por períodos de precios relativos altos que han estimulado fuertemente la oferta. Es esta secuencia de eventos la que está capturando los modelos, con el ingrediente adicional de que el buen régimen de lluvias experimentado en el segundo trimestre ayudaría a aumentar aún más la productividad de los cultivos y, por consiguiente, la oferta en los próximos meses.

*Los aumentos en combustibles y transporte podrían tener efectos permanentes vía expectativas y salarios.*

En síntesis, los pronósticos que se presentan en este Informe muestran que hacia el mediano plazo podrían surgir algunas presiones inflacionarias si el crédito y la demanda interna sigue la dinámica prevista y, sobre todo, si ella empieza a superar el crecimiento de la capacidad productiva de la economía y el de la productividad. De acuerdo con el modelo, esta situación se empezaría a hacer evidente en algún momento entre lo que resta de 2006 y comienzos de 2007. Aunque se verían algunos efectos alcistas sobre precios por cuenta de la depreciación del tipo de cambio observada, estos serían limitados ya que se espera un retorno a la estabilidad cambiaria en lo que resta del año y en 2007, con una menor tendencia a la depreciación, frente a lo observado en mayo y junio. Un fenómeno con una incidencia más permanente en la inflación futura sería el alto nivel previsto para los precios externos, especialmente el de los combustibles, por el impacto que tiene en transporte y por la manera como puede afectar las expectativas y las negociaciones salariales. Finalmente, se esperan presiones bajistas de corto plazo en los precios de los alimentos primarios por razones relacionadas con su ciclo productivo.

## 2. Riesgos

El Gráfico 33 (*Fan Chart*) presenta la senda central del pronóstico de inflación total, acompañada de su distribución de probabilidades, con la cual se ilustra el nivel de incertidumbre asociado con dicha proyección. En la elaboración de esta distribución se tiene en cuenta los principales factores de riesgo que pueden desviar, de manera significativa, la inflación de su pronóstico central o más probable.

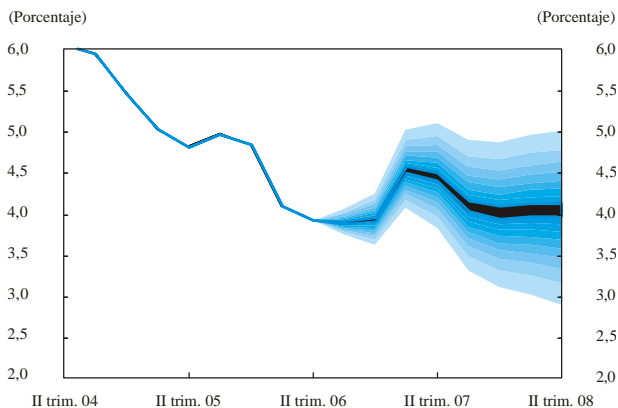
Los factores más importantes que podrían resultar en un pronóstico de inflación superior al del escenario central, son los siguientes:

- Un crecimiento estimado para el segundo trimestre mayor que el contemplado en el escenario base<sup>11</sup>: esta posibilidad está respaldada por el buen comportamiento de la producción industrial para el mes de mayo, el cual no fue incorporado plenamente en los pronósticos. También, es posible que el efecto de los choques de oferta esperados para el segundo trimestre sea menor que lo contemplado en el escenario base, dado el desempeño más reciente de algunos indicadores sectoriales. Por el lado de la demanda, a junio la confianza de los consumidores continuó en ascenso y a mayo las importaciones de bienes de capital crecieron más de lo esperado. Finalmente, la evidencia anecdótica recopilada en los comités consultivos llevados a cabo por la JDBR con los empresarios, indica que la percepción de éstos sobre la situación económica actual es más favorable que la del año anterior.
- Un mayor traspaso de la depreciación a la inflación al consumidor, que el contemplado en el pronóstico, ya que la economía se encuentra en una

<sup>11</sup> Adicionalmente, no se descarta una revisión al alza del crecimiento del primer trimestre por parte del DANE.

GRÁFICO 33

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



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

Rangos de inflación (%)	Probabilidad (%)							
	2006		2007				2008	
	Sep.	Dic.	Mar.	Jun.	Sep.	Dic.	Mar.	Jun.
mayor a 5,5	0,0	0,0	0,2	0,8	0,5	0,5	0,8	1,2
menor a 5,5	100,0	100,0	99,8	99,2	99,5	99,5	99,2	98,8
menor a 5,0	100,0	100,0	91,5	88,6	94,9	95,6	94,2	93,2
menor a 4,5	100,0	99,5	40,2	49,9	75,4	79,2	76,9	76,3
menor a 4,0	77,7	57,6	2,4	10,0	38,4	46,7	46,5	48,2
menor a 3,5	0,0	0,9	0,0	0,5	9,2	16,1	18,4	21,8
menor a 3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,9	2,8	4,4	6,6

Fuente: cálculos del Banco de la República.

*Algunos riesgos sobre la inflación provienen de aumentos en los costos sobre todo por su efecto en los precios de los alimentos.*

etapa expansiva. La magnitud del traspaso puede variar con el ciclo económico, lo cual no es capturado por el modelo central.

- Mayores precios del petróleo hacia el futuro, debido a los riesgos geopolíticos que pesan sobre este mercado: en este evento, surgirían mayores presiones sobre los costos internos de los combustibles, sobre las tarifas del transporte y, en general, sobre la inflación.
- Un mercado laboral más estrecho que haría más frecuentes los aumentos salariales por encima de las metas de inflación: el reciente incremento del empleo por encima de lo previsto, la mayor intensidad en la utilización del factor trabajo y las buenas perspectivas de crecimiento tenderían a aumentar la demanda de trabajo a un ritmo mayor de lo que se vio en años anteriores. Frente a este riesgo, existe la posibilidad de que la oferta de trabajo comience a crecer a un ritmo menor hacia el mediano plazo, especialmente la de los trabajadores que no son jefes del hogar, como consecuencia de las mejoras en el ingreso familiar y de la mayor estabilidad del empleo.
- Aumentos mayores en los precios de los alimentos, tanto en los procesados como en los primarios, debido a presiones de costos no plenamente contempladas en el escenario base, como consecuencia del encarecimiento de materias primas importadas o transables (cereales, aceites, azúcar, fertilizantes), asociado con los mayores precios de los combustibles y con un tipo cambio más alto.
- Los posibles efectos, de primera y segunda ronda, que tendría una extensión del impuesto al valor agregado (IVA) a varios bienes de la canasta familiar que hasta ahora han estado excluidos y por los aumentos de tarifas ya vigentes: ninguno de estos eventos ha sido incorporado en la senda central de pronóstico; además, experiencias anteriores han demostrado que el impacto sobre el IPC de modificaciones al IVA es rápido y no despreciable, y que puede repercutir en la formación de expectativas, por lo cual podría afectar la inflación en forma más duradera.
- Este último factor subraya un riesgo común a los diferentes choques de oferta transitorios (como aumentos en los precios de los alimentos primarios o en los precios de los regulados), el cual es la posibilidad de que se transmitan a la inflación a través de aumentos en las expectativas de inflación. En ese caso, su carácter transitorio se vuelve menos importante en términos de los procesos inflacionarios y de las implicaciones sobre la política monetaria.

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

- El impacto benéfico del cumplimiento de la meta de inflación sobre las expectativas, junto con el proceso de formación de precios para 2007.

*También hay riesgos por los efectos de la posible ampliación del IVA.*



- Mayores ganancias de productividad que las contempladas en el cálculo del PIB potencial y de la brecha: el dinamismo de la inversión y el fuerte crecimiento de las importaciones de bienes de capital pueden estimular el cambio técnico y favorecer el crecimiento de la productividad; igualmente, la mayor competencia proveniente de las importaciones de bienes de consumo también puede inducir ganancias en productividad al actuar como un “mecanismo disciplinador” del mercado.
- El impacto negativo sobre las exportaciones y sobre el crecimiento que se derivaría de la no extensión de las ventajas arancelarias de la Ley de Promoción Comercial Andina y Erradicación de la Droga (Atpdea, por su sigla en inglés) y de la salida de Venezuela de la Comunidad Andina de Naciones (CAN). Aunque estos sucesos también podrían acelerar el ritmo de depreciación con efectos alcistas sobre precios, se considera que primarían los efectos bajistas debido a una menor demanda.
- El efecto que pueda tener la volatilidad financiera observada recientemente sobre la actividad real, y concretamente sobre la demanda interna: la caída en los precios de las acciones y los TES podrían reducir el valor del colateral (riqueza) utilizado por los hogares y firmas para apalancar el financiamiento del gasto<sup>12</sup>. A nivel de las firmas, la volatilidad financiera también podría implicar menores posibilidades de financiamiento y de inversión, al desestimular la emisión de bonos y acciones.

*Las ganancias en productividad podrían ser mayores que las contempladas en este Informe.*

Finalmente, un riesgo importante cuyo efecto sobre la inflación es incierto, por el número de implicaciones que conlleva, es el relacionado con la evolución del contexto externo y en especial con la situación en los Estados Unidos. Podría ocurrir que el control de la inflación en ese país requiera de ajustes mayores en las tasas de interés que las aquí previstas y/o que exija un aterrizaje más brusco de su economía. En tales circunstancias la demanda mundial podría resentirse si otras economías importantes no logran compensar esta desaceleración, lo que afectaría nuestros términos de intercambio y la dinámica de crecimiento de varios socios comerciales.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, el análisis de riesgo indica que, bajo una política monetaria activa, muy probablemente la inflación finalizará el presente año por debajo del techo del rango meta anunciado por la JDBR: el *Fan Chart* muestra que la probabilidad de que la inflación esté entre 4,0% y 5,0% a finales de 2006 es del 42,4%: incluso, existe una alta probabilidad (57,6%) de que la inflación sea inferior a 4%.

<sup>12</sup> Sin embargo, para que este fenómeno revista importancia los activos en cuestión tienen que tener una participación relevante en la riqueza, pero en el caso de los hogares colombianos este no pareciera ser el caso. De acuerdo con algunas estimaciones efectuadas por el Banco, las acciones representan tan sólo el 1% de los activos de los hogares; así mismo, el monto de TES (incluidos los fondos de cesantía y de pensiones) en poder de personas naturales también es bajo (no más del 17%). Estas estimaciones también muestran que el grueso de la riqueza (65%) estaría representada en la vivienda.

*La probabilidad de que la inflación finalice 2006 por debajo del techo del rango meta es alta.*

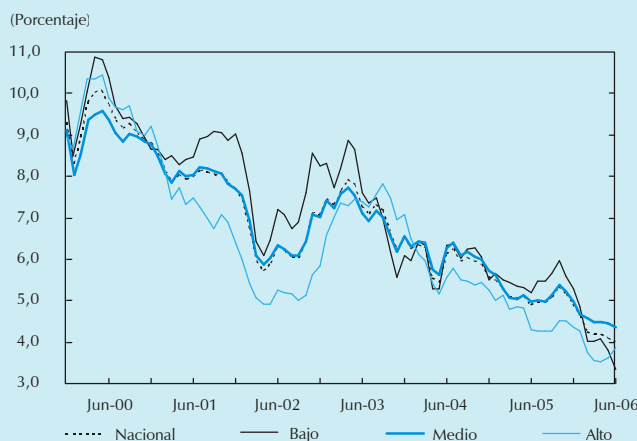
Para el año 2007 buena parte de la distribución se concentraría en el rango comprendido entre 4,0% y 5,0% (48,9%); igualmente, la probabilidad de que la inflación se ubique dentro del rango anunciado, 3%-4,5%, es alta (76,4%), y superior a la calculada hace tres meses (62,4%); todos estos resultados suponen una política monetaria activa que tiende a ser menos acomodaticia que la actual.

## INFLACIÓN Y PODER ADQUISITIVO DE LA POBLACIÓN DE INGRESOS BAJOS EN COLOMBIA

Alejandro Reyes\*

La inflación al consumidor a junio fue de 3,9%, pero esta tasa es diferente según los niveles de ingreso de la población, así, a junio la inflación de los ingresos bajos fue de 3,3%, la de los medios de 4,5% y la de los altos de 4,3% (Gráfico R2.1).

**GRÁFICO R2.1**  
INFLACIÓN AL CONSUMIDOR POR NIVELES DE INGRESO  
(VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

### ¿A que se deben estas diferencias y qué tanto han variado?

Las diferencias se deben a que para cada grupo poblacional los items en la canasta tienen diferente importancia: por ejemplo, para los ingresos bajos los alimentos representan 41%, mientras que para los altos 15% (Cuadro R2.1). Lo cual hace que la evolución del índice de precios de la canasta completa sea distinta para cada uno. Si la inflación de alimentos se acelera, ese incremento se va a reflejar en mayor proporción en la inflación de los estratos bajos que en la inflación de los estratos altos.

Estas diferencias no siempre han sido iguales, pues algunas veces un grupo ha tenido una inflación más alta que otro y viceversa. En lo corrido del año la inflación de los ingresos medios ha sido superior a la inflación del resto, y esto se debe a que este grupo de la población ha sido más afectado por los aumentos en los precios de los combustibles, y porque la inflación de

<sup>4</sup> Profesional de la Sección de Inflación, del Departamento de Programación e Inflación, de la Subgerencia de Estudios Económicos. Las opiniones expresadas aquí son de la responsabilidad exclusiva del autor y no reflejan necesariamente las del Banco de la República ni de su Junta Directiva.

**CUADRO R2.1**  
**CANASTA DE GASTOS DEL CONSUMIDOR <sup>a/</sup>**

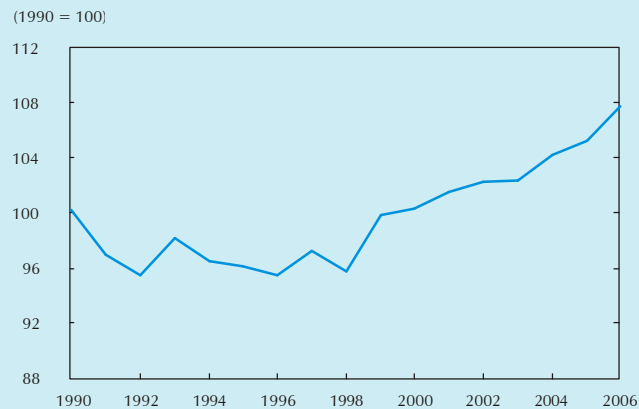
	Ingresos		
	Bajos	Medios	Altos
Alimentos	41,42	30,18	14,70
Vivienda	28,31	29,12	31,37
Vestuario	7,29	7,92	5,78
Salud	4,26	4,06	3,39
Educación	3,57	5,30	4,95
Diversión, cultura y esparcimiento	2,25	3,77	4,69
Transporte y telecomunicaciones	7,29	12,17	23,67
Otros gastos	5,60	7,48	11,46

<sup>a/</sup> Porcentaje del gasto con respecto al total de gastos.  
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

arriendos ha sido mayor que en los estratos altos o bajos. De otro lado, en 2006 la inflación de los ingresos bajos ha disminuido gracias a la caída en la inflación de alimentos y a los leves incrementos en las tarifas del transporte público, que tienen mayor representación en la canasta de consumo de este grupo, frente a la de ingresos medios y altos.

En años anteriores la inflación de los ingresos bajos ha mostrado incrementos mayores debido, principalmente, al comportamiento de los precios de los bienes regulados y, en particular al desmonte de subsidios, los cuales tienen un mayor peso en su canasta; sin embargo, aunque la inflación de regulados haya aumentado, la disminución de la inflación total ha beneficiado ampliamente a este sector de la población. Como se observa en el Gráfico R2.2, en la década de los noventa el salario mínimo legal real –deflactado por el índice de precios al consumidor de niveles de ingresos bajos– perdió poder adquisitivo, no obstante, desde el año 2000 ha mostrado una notable recuperación como resultado de incrementos importantes del salario mínimo nominal, acompañados de tasas de inflación decrecientes.

**GRÁFICO R2.2**  
**SALARIO MÍNIMO REAL <sup>a/</sup>**



<sup>a/</sup> El salario fue deflactado por el IPC promedio del año para ingresos bajos.  
Fuente: DANE, y Banco de la República, cálculos del Banco de la República.

## PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTRANJEROS

Este es un recuento de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía colombiana para 2006 y 2007, quienes al momento de la consulta los agentes contaban con información a junio 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 4,8%, 34 pb por encima del pronóstico del trimestre anterior, y los analistas extranjeros de 4,7% (4 pb por encima). Al parecer, las expectativas continúan mejorando, lo cual estaría en línea con el notable desempeño de la industria, la aceleración del crédito y el hecho de que el índice de confianza del consumidor de Fedesarrollo en el mes de junio llegó a un nuevo máximo histórico, lo cual permite esperar que el buen crecimiento se mantenga impulsado por el consumo privado.

**CUADRO A1  
PROYECCIONES PARA 2006**

	Crecimiento del PIB real (Porcentaje)	Inflación IPC (Porcentaje)	Tasa de cambio nominal (fin de)	DTF nominal (Porcentaje)	Déficit fiscal (Porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo (13 ciudades) (Porcentaje)
<b>Analistas locales</b>						
Revista <i>Dinero</i>	4,5	4,4	2.600	6,8	1,3	11,5
Corredores Asociados	4,8	4,2	2.450	6,5	1,6	9,5
BBVA Ganadero	4,8	4,2	2.400	6,8	1,5	n.d.
Bancolombia y Suvalor	4,8	4,2	2.660	6,8	1,0	11,5
Corficolombiana-Corfivalle	5,0	4,5	2.647	7,4	1,2	12,0
Fedesarrollo	4,7	4,5	2.450	7,0	1,8	10,7
<b>Promedio</b>	<b>4,8</b>	<b>4,3</b>	<b>2.535</b>	<b>6,9</b>	<b>1,4</b>	<b>11,0</b>
<b>Analistas externos</b>						
C. S. First Boston	5,3	4,5	2.550	6,7	1,0	11,4
Bear Stearns	5,2	4,2	2.250	6,8	(0,1)	10,0
Merrill Lynch	4,2	4,6	2.350	7,7	1,5	n.d.
JP Morgan Chase	4,5	4,3	2.400	6,8	1,0	n.d.
Economist Intelligence Unit	4,8	4,2	2.551	6,5	1,3	11,1
Deutsche Bank	4,2	4,1	2.440	7,3	1,0	11,6
<b>Promedio</b>	<b>4,7</b>	<b>4,3</b>	<b>2.424</b>	<b>7,0</b>	<b>1,0</b>	<b>11,0</b>

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

En cuanto a la inflación para 2006, el pronóstico de los analistas locales disminuyó 2 pb, mientras que el de los analistas extranjeros lo hizo en 4 pb, para situarse ambos en 4,3%; como ocurre desde hace siete trimestres, todos los analistas confían en el cumplimiento de la meta (entre 4% y 5% para 2006) y once de los doce pronósticos se sitúan en la mitad inferior del intervalo.

Con respecto al tipo de cambio los analistas locales, en promedio aumentaron su pronóstico \$200 (a \$2.535) y los extranjeros los hicieron en \$91 (a \$2.424), es decir, los primeros esperan que la divisa aumente 10% y los segundos 6%, en promedio, en comparación con el precio de fin de 2005; con esto, la máxima depreciación esperada es de 14% y la mínima de -1,5%. Se debe señalar que por primera vez en año y medio, los pronósticos han sido revisados al alza, lo cual probablemente está influenciado por la volatilidad de los mercados en el segundo trimestre. Por el contrario, adelante se pueden esperar correcciones a la baja, luego de la significativa caída de la aversión al riesgo en los mercados internacionales, que se ha reflejado en un fortalecimiento de las monedas de los países de la región.

Para la DTF los analistas esperan, en promedio, que termine el año en 7%. Esto podría indicar expectativas de incrementos adicionales en las tasas por parte de la JDBR en lo que resta del año; igualmente, se espera que el déficit fiscal consolidado sea del orden de 1,2%, 20 pb por debajo del nivel de hace un trimestre (70 pb menos que hace dos), y un poco por debajo de la proyección del Confis (2% para el sector público consolidado). Por último, el pronóstico de la tasa de desempleo en trece ciudades corrigió a la baja en 20 pb, en promedio, para situarse en 11%.

## **II. Proyecciones para 2007**

Para 2007 los analistas locales prevén un crecimiento de 4,4% y los extranjeros 4,3% (Cuadro A2). Para la inflación, los analistas locales esperan que sea 4,1% y los extranjeros 4,3%, 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 2,3%, frente a los pronósticos para fin de 2006; de esta manera, a finales de 2007 la TRM se ubicaría en \$2.535, un nivel similar al observado en julio de 2002.

Estos pronósticos implican una devaluación nominal acumulada del peso de 11% entre 2006 y 2007, frente a los niveles que alcanzó a finales de 2005; además, en promedio esperan que el 76% de esta devaluación ocurra en 2006, y el restante 24% en 2007 (aunque dos analistas esperan que el año entrante haya una apreciación del tipo de cambio y otro espera que haya apreciación en 2006).

**CUADRO A2**  
**PROYECCIONES PARA 2007**

	<b>Crecimiento del PIB real (Porcentaje)</b>	<b>Inflación IPC (Porcentaje)</b>	<b>Tasa de cambio nominal (fin de)</b>
<b>Analistas locales</b>			
Revista <i>Dinero</i>	4,1	4,3	2.782
Corredores Asociados	4,5	4,0	2.400
BBVA Ganadero	4,6	3,9	2.472
Bancolombia y Suvalor	4,4	4,0	2.424
Corficolombiana-Corfivalle	4,4	4,5	2.820
Fedesarrollo	4,5	4,0	2.500
<b>Promedio</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>2.566</b>
<b>Analistas externos</b>			
<b>C. S. First Boston</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>2.570</b>
Bear Stearns	5,0	4,0	2.332
Merrill Lynch	3,6	5,0	2.475
JP Morgan Chase	4,0	4,5	2.450
Economist Intelligence Unit	4,4	3,9	2.655
Deutsche Bank	4,2	4,0	2.536
<b>Promedio</b>	<b>4,3</b>	<b>4,3</b>	<b>2.503</b>

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 marzo, 2006**

En el primer trimestre de 2006 la economía siguió creciendo a un buen ritmo impulsada, especialmente, por la demanda interna. Las expectativas de gasto de los consumidores seguían aumentando a un ritmo fuerte y el crédito de consumo se comportaba de manera dinámica; igual sucedía con la inversión privada, cuyo crecimiento se reflejaba 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 habían permitido que el ingreso nacional creciera a un ritmo aún más acelerado que el de la producción. Al incremento de la demanda interna se sumó una economía mundial dinámica que en el primer trimestre creció a una tasa superior a la prevista.

Desde comienzos de marzo se comenzó a observar un aumento en la tasa de cambio y en las tasas de interés de los TES, por las expectativas de aumentos en las tasas de interés en los Estados Unidos y en otros países desarrollados; sin embargo, el escenario central del *Informe sobre Inflación* de marzo suponía que parte de esta tendencia a la depreciación del peso era transitoria. Esto, debido a que los altos precios de las materias primas exportadas, el buen crecimiento de la demanda mundial y la estabilidad de los flujos de IED contribuirían a que la economía colombiana, igual que otras economías emergentes, se ajustara más fácilmente a la menor liquidez internacional. No obstante, se reconocía que la evolución de la tasa de cambio estaba sujeta a una alta incertidumbre y que, dependiendo de su magnitud y duración, podría ser necesario revisar al alza los pronósticos de inflación de corto y mediano plazos.

En el contexto de una economía dinámica y un entorno externo favorable, la JDBR consideró que la economía colombiana no requería del mismo estímulo monetario para mantener su crecimiento, dado que éste se apoyaba en unas bases sólidas explicadas por elementos internos y externos que se mantendrían vigentes en los próximos trimestres. Este hecho, y la evolución de las tasas de interés de los mercados financieros nacionales e internacionales, hacían necesario ajustar la política monetaria para, de esa forma, contribuir a que el dinamismo del producto y del empleo se mantuviera en el futuro en un ambiente de inflación baja y estable.

Con base en estas consideraciones, en su reunión de abril 28 de 2006 la JDBR incrementó en 25 pb sus tasas de interés de intervención en el mercado monetario, de esta forma, la tasa base para las subastas de expansión pasó de 6% a 6,25%.

## Decisiones de política monetaria en el segundo trimestre de 2006

El cambio más importante en el contexto externo durante el segundo trimestre fue la mayor expectativa sobre ajustes de las tasas de interés de la Fed y de otras economías desarrolladas, lo que incentivó una recomposición de los portafolios a favor de inversiones en moneda extranjera e implicó movimientos grandes del tipo de cambio en las economías regionales. Estos factores también indujeron aumentos en las tasas de interés de los títulos del Gobierno y en las primas de riesgo-país de la deuda soberana. Estas variaciones fueron particularmente importantes en Colombia. Entre marzo y junio las tasas de interés de los TES de corto plazo (con vencimientos en marzo de 2007 y abril de 2008) aumentaron entre 200 pb y 250 pb, aproximadamente, mientras que las de más largo plazo aumentaron más de 300 pb. Al mismo tiempo, la tasa de cambio alcanzó un nivel de \$2.633 por dólar al cierre de junio, equivalente a una depreciación de 15.4% en lo corrido del año y a un aumento de \$388 pesos frente a la cotización más baja, alcanzada a comienzos del mes de marzo.

En el contexto de esta alta volatilidad, la JDBR consideró prudente no modificar su postura monetaria en su reunión de mayo 20, y esperar nueva información que pudiera surgir sobre las tendencias de los mercados financieros, el tipo de cambio y los precios de los activos domésticos. De otro lado, los incrementos del tipo de cambio en períodos cortos de tiempo activaron las subastas automáticas de opciones *call* de volatilidad en seis ocasiones durante el segundo trimestre. De esta manera, la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario en este período implicó ventas de divisas por US\$944,3 m (Cuadro A).

Aunque era esperable que ante la menor liquidez internacional el peso se depreciara, en particular con respecto a los niveles que alcanzó en el primer trimestre, la evaluación del contexto externo no mostraba un deterioro de los factores fundamentales de la economía

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

	2005		2006							Acumulado Ene-jul
	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio			
<b>Compras</b>	4.658,4	454,7	655,9	86,1	0,0	0,0	0,0	180,0	1.376,7	
<b>Opciones put</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	180,0	180,0	
Para acumulación de reservas inter.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Para el control de la volatilidad	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	180,0	180,0	
<b>Intervención discrecional</b>	4.658,4	454,7	655,9	86,1	0,0	0,0	0,0	0,0	1.196,7	
<b>Ventas</b>	3.250,0	600,0	400,0	0,0	168,5	608,0	167,8	0,0	1.944,3	
<b>Opciones call</b>	0,0	0,0	0,0	0,0	168,5	608,0	167,8	0,0	944,3	
Para el control de la volatilidad	0,0	0,0	0,0	0,0	168,5	608,0	167,8	0,0	944,3	
<b>Gobierno nacional</b>	3.250,0	600,0	400,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	1.000,0	
<b>Compras netas</b>	1.408,4	(145,3)	255,9	86,1	(168,5)	(608,0)	(167,8)	180,0	(567,6)	

Fuente: Banco de la República.

colombiana que explicara un ajuste mayor al observado en otras economías de la región, como estaba ocurriendo en ese momento. Por esta razón, y con base en las proyecciones de la balanza de pagos, en el pronóstico central macroeconómico del equipo técnico para mayo y junio se supuso una reversión parcial del tipo cambio con respecto a los niveles observados en estos meses. No obstante, la incertidumbre en torno de la evolución futura de esta variable y de la persistencia de los choques hicieron necesario considerar diferentes escenarios alternativos, en los cuales la tasa de cambio aumentaba en mayor magnitud y/o se mantenía alta durante un período de tiempo más largo, con el fin de evaluar sus implicaciones sobre la postura requerida de la política monetaria.

Otros elementos del escenario macroeconómico no diferían sustancialmente del presentado en el *Informe sobre Inflación* de marzo:

- Las tasas de interés del banco y las tasas de captación del sistema financiero continuaban en niveles históricamente bajos en términos reales.
- El uso de la capacidad instalada se situaba en sus valores promedio históricos y las medidas de brecha de producto sugerían niveles cercanos a cero, aunque esta estimación estaba sujeta a una alta incertidumbre.
- Las expectativas de inflación para 2006 y 2007 continuaban alineadas con las metas de inflación.
- La demanda externa y los términos de intercambio continuaban favoreciendo la expansión de las exportaciones y el aumento del ingreso nacional, en tanto que la confianza de los hogares y las empresas se mantenía en niveles altos de acuerdo con los resultados de las encuestas. En este contexto, la economía mantenía su dinámica de crecimiento apoyada en la demanda interna, que crecía por encima de 8% anual, destacándose la aceleración del consumo de los hogares y el alto ritmo inversor.

La consideración de posibles efectos portafolio negativos, asociados con las desvalorizaciones de los TES y de las acciones, no modificaba, en lo fundamental, las proyecciones de crecimiento de la economía colombiana en 2006. Así lo señalaban los indicadores existentes y las encuestas de expectativas, que no mostraban un efecto negativo significativo sobre la dinámica económica y la confianza de los agentes. Adicionalmente, al finalizar el trimestre se había venido observado una importante corrección en los precios de los activos luego de las caídas experimentadas en los meses anteriores.

En estas circunstancias, se mantenían vigentes las razones que se citaban en el *Informe sobre Inflación* de marzo para disminuir el estímulo monetario y hacerlo compatible con el logro de la estabilidad de precios en el largo plazo:

- En la medida en que las tasas reales de interés se mantuvieran bajas, y factores externos e internos favorecieran el crecimiento del gasto, la demanda agregada podría mantener una dinámica que dificultaría una reducción de la inflación de los bienes y servicios no transables, especialmente si se evidenciaban limitaciones en la capacidad productiva. Varias de las estimaciones de brecha del producto sugerían que esto podía ocurrir en el

futuro cercano, aunque, como se señaló, estas estimaciones están sujetas a una alta incertidumbre.

- Por otro lado, si parte del aumento observado de las tasas de interés externas o de las primas de riesgo era duradero, una parte del aumento de la tasa de cambio real también lo sería y el precio relativo de los bienes transables subiría. En esta medida, la contribución de la inflación de transables a la reducción de la inflación sería menor a la observada en los dos años anteriores.
- La depreciación reciente implicaba aumentos en los precios internos (luego de un cierto rezago) a través de su impacto directo en los precios de los transables y de la expansión de las exportaciones netas. Esta situación difería de una depreciación originada en un choque a la cuenta corriente (v. g. términos de intercambio o demanda externa), caso en el cual el propio choque produce una compensación del efecto inflacionario de la depreciación mediante la desaceleración en la actividad económica.
- La aceleración del dinamismo del crédito en los últimos meses probablemente había ampliado el efecto del estímulo monetario existente sobre la demanda agregada. A ello habría contribuido el aumento de la oferta de crédito por parte de los bancos ante el mayor riesgo de mercado. Esta hipótesis era compatible con el comportamiento de cantidades y precios en dicho mercado que mostraba tasas de interés activas decrecientes (en términos nominales y reales) al tiempo que aumentaba la tasa de aprobación y desembolso de créditos, especialmente ordinarios y de consumo, y se recuperaba el crédito hipotecario.

Con base en estas consideraciones, la JDBR aumentó las tasas de interés de intervención en 25 pb en su reunión de junio 20, completando así un incremento total de 50 pb en lo corrido del año, con lo que la tasa de interés de las subastas de expansión se fijó en 6,5% (Cuadro B). Estas decisiones toman en consideración el hecho de que la política monetaria opera con un rezago relativamente largo, por lo que los ajustes requeridos deben tener lugar con suficiente antelación para no comprometer el cumplimiento de las metas de inflación futuras y la credibilidad misma de la política monetaria.

Finalmente, en la reunión de julio 27 la JDBR mantuvo inalteradas sus tasas de interés. En esta decisión se ponderó el hecho de que el análisis de la situación inflacionaria y de los pronósticos de inflación, entre ellos el pronóstico de una reversión parcial del tipo de cambio, permitían avanzar con cautela en la disminución del estímulo monetario. En efecto, dado el entorno de incertidumbre en el cuál opera la política monetaria, la gradualidad en las decisiones permite incorporar nueva información que ayuda a refinar la percepción de la JDBR acerca de aspectos macroeconómicos importantes, como la evolución de la productividad, el uso de la capacidad instalada, el grado de competencia en diversos mercados y los movimientos de los mercados internacionales de capitales. Todos estos son elementos centrales del diagnóstico macroeconómico sobre los cuales existe gran incertidumbre. La gradualidad en los ajustes de la postura monetaria también minimiza los costos derivados de las variaciones de las tasas de interés y evita ajustes bruscos en el futuro que suelen llevar a una pérdida del crecimiento del producto y del empleo. Finalmente, se debe reconocer que esta gradualidad es posible gracias al buen comportamiento de las expectativas de inflación y a la credibilidad que ha ganado la política monetaria.

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

Fecha <sup>a/</sup>	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
21 de jun.	n.a.	n.a.	6,50	7,50

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

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

Fuente: Banco de la República.