



INFORME SOBRE
INFLACIÓN

J U N I O D E 2 0 0 7

BANCO DE LA REPÚBLICA

BOGOTÁ, D.C., COLOMBIA

ISSN - 1657 - 7973

LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

OBJETIVOS

La política monetaria en Colombia se rige por un esquema de meta de inflación, en el cual el objetivo principal es alcanzar tasas bajas de inflación y buscar la estabilidad del crecimiento del producto alrededor de su tendencia de largo plazo. Por tanto, los objetivos de la política monetaria combinan la meta de estabilidad de precios con el máximo crecimiento sostenible del producto y del empleo; de esta manera, dicha política cumple con el mandato de la Constitución, y contribuye al bienestar de la población.

HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) define metas cuantitativas de inflación para el año en curso y el siguiente. Las acciones de política de la JDBR están encaminadas a cumplir la meta de cada año y a situar la tasa de inflación alrededor de 3% en el largo plazo. La medida de inflación que se tiene en cuenta es la variación anual en el índice de precios al consumidor (IPC).

PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

Las decisiones de política monetaria se toman con base en el análisis del estado actual y de las perspectivas de la economía, y en la evaluación del pronóstico de inflación frente a las metas. Si la evaluación sugiere, con suficiente grado de confianza, que bajo las condiciones vigentes de la política monetaria la inflación se desviará de la meta en el horizonte de tiempo en el cual opera esta política, y que dicha desviación no se debe a choques transitorios, la JDBR procederá a modificar la postura de su política,

principalmente mediante cambios en las tasas de interés de intervención (tasas de interés de las operaciones de liquidez de corto plazo del Banco de la República).

COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

Las decisiones de política monetaria se anuncian una vez concluida la reunión mensual de la JDBR mediante un comunicado de prensa que se publica inmediatamente en la página electrónica del Banco de la República: www.banrep.gov.co.

Los informes sobre inflación, publicados trimestralmente, buscan hacer transparentes las decisiones de la JDBR, y contribuir a la mayor comprensión y credibilidad de la política monetaria. Específicamente, los informes sobre inflación tienen los siguientes objetivos: i) comunicar al público la visión de la JDBR y de la Gerencia Técnica del Banco acerca de la evolución reciente y esperada de la inflación y de los factores que la determinan a corto y a mediano plazos; ii) explicar las implicaciones de los anteriores factores para el manejo de la política monetaria dentro del esquema de meta de inflación; iii) explicar el contexto y el análisis que sustentaron las decisiones de la política monetaria durante el trimestre, y iv) proveer información que contribuya a la formación de expectativas de los agentes económicos sobre la trayectoria futura de la inflación y del crecimiento del producto.

CONTENIDO

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS	6
EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA	9
I. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN	17
A. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN	17
B. FACTORES QUE DETERMINAN LA INFLACIÓN	22
II. MERCADOS FINANCIEROS	31
A. CONTEXTO INTERNACIONAL	31
B. MERCADOS FINANCIEROS	33
III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS	41
A. CONTEXTO INTERNACIONAL	41
B. CRECIMIENTO INTERNO	45
C. BALANZA DE PAGOS	47
D. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	48
RECUADRO 1: ¿QUÉ OCURRE SI UN BANCO CENTRAL RESPONDE A LA TENDENCIA DE LA BRECHA Y NO SÓLO AL NIVEL DE LA MISMA Y A LA INFLACIÓN?	54
ANEXO. PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS	58

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS

I. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

Gráfico 1	Inflación anual al consumidor	18
Gráfico 2	Indicadores de inflación básica anual	19
Gráfico 3	Inflación anual de regulados	20
Gráfico 4	Inflación anual sin alimentos ni regulados de transables y no transables	20
Gráfico 5	Inflación anual de alimentos	21
Gráfico 6	Inflación anual de alimentos procesados	21
Gráfico 7	Crecimiento anual real del PIB	23
Gráfico 8	Crecimiento anual real del PIB y de la demanda interna	23
Gráfico 9	Exportaciones totales, tradicionales y no tradicionales en dólares	24
Gráfico 10	Exportaciones a Venezuela en dólares	25
Gráfico 11	Crecimiento anual del PIB de transables y no transables	25
Gráfico 12	Capacidad instalada frente a la demanda esperada	27
Gráfico 13	Brecha del producto	27
Gráfico 14	A. Salarios nominales del comercio al por menor y de los obreros de la industria	28
	B. Índice de salarios para la construcción pesada	28
Gráfico 15	IPP por divisiones	29
Gráfico 16	Expectativas de inflación a diciembre de cada año, bancos y comisionistas de bolsa	30
Cuadro 1	Pronósticos a junio de 2007 según <i>Informe sobre Inflación</i>	19
Cuadro 2	Descomposición de la inflación según presiones alcistas	19
Cuadro 3	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto y contribución al crecimiento	24
Cuadro 4	Crecimiento real anual del PIB sectorial	26

II. MERCADOS FINANCIEROS

Gráfico 17	Tasas de interés de los títulos del Gobierno a diez años	32
Gráfico 18	Índices bursátiles	32
Gráfico 19	A. Índices de aversión al riesgo	32
	B. EMBI+ y <i>Spread High Yield</i>	32
Gráfico 20	Tasa de cambio nominal de diferentes monedas latinoamericanas frente al dólar	33
Gráfico 21	Agregados monetarios, crecimiento anual	34
Gráfico 22	PSE, crecimiento anual	34
Gráfico 23	Crecimiento anual de la cartera bruta total	35
Gráfico 24	Tasa de consumo, tarjeta y usura	38
Gráfico 25	Tasas de interés reales	39
	A. Consumo	39
	B. Ordinario	39
	C. Preferencial	39
	D. Tesorería	39
Cuadro 5	Principales usos y fuentes de los establecimientos de crédito	36
Cuadro 6	Tasa de interés nominal	37
Cuadro 7	Tasa de interés real del IPC sin alimentos	39
Cuadro 8	Encaje ordinario y marginal	40

III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

Gráfico 26	Precio del petróleo (WTI), Bolsa de Nueva York	43
Gráfico 27	Índice de precios del total de <i>commodities</i> sin petróleo (WCF)	43
Gráfico 28	Crecimiento anual real del PIB	46
Gráfico 29	Consumo de los hogares y encuesta de consumo de Fedesarrollo	47
Gráfico 30	Importaciones de bienes de capital	47
Gráfico 31	Distribución de probabilidades del pronóstico de la inflación (<i>Fan Chart</i>)	52
Cuadro 9	Pronósticos de crecimiento para los principales socios comerciales	42
Cuadro 10	Precios internacionales	44
Cuadro 11	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	46
Cuadro 12	Pronósticos del modelo central (MMT)	49

EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA

SÍNTESIS DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA

En el segundo trimestre de 2007 la inflación anual al consumidor retomó un tendencia decreciente, tal y como se tenía previsto. La cifra de junio fue 6,0%, similar a la observada en marzo y 22 puntos básicos (pb) por debajo del máximo alcanzado en abril. La inflación anual había aumentado de manera continua desde octubre de 2006 hasta abril del año en curso, impulsada, en buena parte, por alzas en los precios de los alimentos y por reajustes importantes en los precios de los combustibles y el transporte público. Sin embargo, y como se esperaba, algunas de estas presiones empezaron a ceder desde mayo, permitiendo la reducción de la inflación.

El quiebre en las tendencias a partir de mayo se observó igualmente en los diferentes indicadores de inflación básica, los cuales usualmente filtran choques transitorios de precios. Estos habían aumentado de manera casi continua desde mediados del año pasado, situándose por encima del techo del rango establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para el presente año. Para junio, sin embargo, la inflación sin alimentos, con un registro de 4,4% anual, retornó al rango meta.

La reducción de la inflación en los últimos meses obedeció a un comportamiento favorable en los precios de los alimentos perecederos, principalmente, y en menor medida a una moderación en los ajustes de precios de varios bienes transables. Adicionalmente, en los dos últimos meses los precios de algunos bienes y servicios regulados registraron ajustes relativamente bajos.

En el caso de los alimentos las tendencias recientes fueron anticipadas por la JDBR en varios comunicados e intervenciones, y son el resultado de la normalización de las condiciones climáticas que ha seguido a la presencia del fenómeno de El Niño a finales de 2006 y comienzos de 2007. En su momento este fenómeno produjo alzas fuertes pero transitorias, en los precios de la mayoría de alimentos perecederos que, en parte, explicaron el fuerte repunte de la inflación a marzo. Por su parte, la disminución de la inflación de transables entre marzo y junio está relacionada con el fortalecimiento del peso desde mediados del año pasado, aunque dada la magnitud de la apreciación (14,8% año corrido) la reacción de la inflación de transables a la tasa de cambio continúa siendo pequeña.

En general, el resultado de la inflación al mes de junio se ajustó al pronóstico presentado en el informe trimestral anterior. A pesar de ello, el nivel de la inflación total a junio continuó siendo alto, superando en

1,5 pb el techo del rango meta para 2007. Así mismo, la inflación anual del grupo de no transables sin alimentos ni regulados alcanzó 5,1%, por encima de los registros de marzo (4,9%) y diciembre (4,8%). Esto indica que parte de las presiones sobre precios identificadas en informes anteriores tuvieron efecto, y en algún grado podrían continuar en lo que resta del año. Los hechos que respaldan esta afirmación son los siguientes:

1. A pesar de la reducción de la inflación de alimentos, los precios de los procesados siguieron aumentando, principalmente por el incremento en el precio de la carne. En la actualidad persisten tres factores que podrían continuar presionando la inflación de alimentos: una demanda interna fuerte, un aumento de las exportaciones de alimentos hacia Venezuela, y los altos precios externos de los insumos para producir biocombustibles. Esto señala una mayor probabilidad de que el choque en los precios de alimentos que se presentó hasta marzo pudiera prolongarse durante el segundo semestre.
2. Si bien las expectativas de inflación para finales de año disminuyeron en los últimos meses a la par con el quiebre en las tendencias de precios, éstas continúan siendo altas (5% para fin de año) y se mantienen muy por encima de la meta de este año y del rango anunciado para fijar la meta en 2008 (entre 3% y 4%).
3. En los últimos meses se observó una fuerte reducción de la inflación del índice al productor, impulsada, sobre todo, por la apreciación acumulada del peso. No obstante, parece poco probable que esta disminución se refleje rápida y significativamente en el índice de precios al consumidor (IPC). En parte ello obedece a las importantes diferencias metodológicas y de cobertura que existen entre los dos índices. Éstas en buena medida se deben a que el índice de precios del productor (IPP) no incluye servicios, como sí sucede con el IPC, lo que hace que el componente de transables pese mucho más en la primera de estas canastas. De otra parte, existen indicios que muestran un incremento importante en los márgenes de comercialización en lo corrido del año. Este comportamiento, que estaría asociado con la mayor demanda interna y con la aceleración de la demanda de Venezuela, impediría que la reducción de la inflación al productor se traduzca plenamente en una menor inflación al consumidor, al menos mientras la demanda continúe con la dinámica actual.
4. El crecimiento económico ha superado las expectativas del mercado y del Banco de la República, y se encuentra por encima de su promedio histórico. Para el primer trimestre, el crecimiento fue de 8%, liderado nuevamente por la demanda interna (11%), incluido el consumo privado. La información disponible a junio sugiere que la economía mantuvo esta tendencia durante el segundo trimestre sin indicios claros de moderación, lo que ha obligado a aumentar el pronóstico de crecimiento para 2007 a una tasa similar a la observada el año pasado.
5. El pronóstico anterior se justifica porque buena parte de los factores que explicaron el crecimiento reciente siguen vigentes. Tal es el caso de las tasas de interés real, cuyos niveles aún son bajos en términos históricos; de la demanda externa, que continuó siendo muy dinámica; de unos términos de intercambio muy favorables, y del crédito, que siguió creciendo a tasas del orden del 30% nominal. A lo anterior se suma el incremento de los precios de activos como vivienda y acciones, el cual puede reforzar el crecimiento del gasto.

6. En el último mes se observó una aceleración de la transmisión de las tasa de interés de política hacia las tasas pasivas y activas del mercado. Pese a ello, el efecto sobre las tasas activas y pasivas reales en el período que va de abril de 2006 a junio de este año sigue siendo escaso, en particular para el crédito ordinario y de consumo. En los casos de las tasas reales para el crédito preferencial y de tesorería se ha observado un aumento más importante, que actualmente las ubica ligeramente por encima de sus promedios históricos. La DTF, por su parte, continúa por debajo de la tasa interbancaria (TIB), mostrando que la transmisión todavía es incompleta.
7. En cuanto al crédito, su crecimiento siguió siendo considerable en los diferentes segmentos, aunque en algunos de ellos como el ordinario y el del consumo se observó una leve desaceleración. El ritmo de expansión anual para estos dos tipos de cartera aún es alto: 44,2% para el crédito de consumo y 25,1% para el comercial. Igual sucede con el crecimiento mensual anualizado (excluyendo el componente estacional y el de ruido estadístico de las series), que también muestra una importante dinámica: 38% para el crédito de consumo y 18% para el ordinario. Este cálculo, que suele mostrar con mayor oportunidad posibles quiebres en las tendencias, sugiere que el crecimiento de algunos tipos de crédito sí se estaría atenuando, pero que esto sucede aún muy lentamente y desde niveles muy altos. Además, ello estaría siendo parcialmente compensado por la cartera hipotecaria la cual tendió a acelerarse durante el segundo trimestre.
8. La mayoría de indicadores sugiere que el crecimiento de la demanda agregada durante la primera mitad de año excedió la capacidad productiva de la economía. En abril y mayo todos los indicadores de utilización de capacidad instalada se encontraban en niveles históricamente altos pese a la elevada inversión en maquinaria y equipo realizada en los últimos dos años. De todas maneras, es necesario reconocer que la tendencia creciente que exhibían esos indicadores desde hace varios trimestres se interrumpió en los meses pasados y que incluso se observó una ligera disminución en algunos de ellos.
9. En vista del alza en los pronósticos de crecimiento, es posible que la demanda agregada continúe superando la capacidad productiva de la economía en lo que resta del año, y que incluso la brecha entre estas dos variables se amplíe un poco más.
10. Los datos disponibles sobre salarios y productividad sugieren que hasta el momento los movimientos de estas variables han continuado alineados. Sin embargo, en los últimos meses el crecimiento del empleo se ha acelerado en varios sectores como industria, comercio y construcción, sobretudo en las principales áreas urbanas del país.
11. Por último, el tipo de cambio sigue sujeto a una alta incertidumbre, quizá mayor que la que se tenía en el informe de marzo. Esto por cuenta del aumento en las expectativas de tasas de interés internacionales, asociado con un incremento reciente en la percepción de riesgo. A pesar de ello, las tendencias de la balanza de pagos muestran términos de intercambio más favorables que los contemplados anteriormente, un buen crecimiento de los socios comerciales y flujos de capital importantes, en especial por inversión extranjera directa. En conjunto, todos estos factores permiten esperar un tipo de cambio relativamente estable para lo que resta del año, y similar al que se preveía en el informe de marzo, por lo que no se espera que esta variable sea fuente de presiones inflacionarias.

DECISIONES DE POLÍTICA

En los cuatro primeros meses del año la JDBR había tomado medidas en varios frentes:

- Aumento de 75 pb en la tasas de interés de intervención, ubicándolas en 8,5% en abril.
- Activación de las subastas de depósitos remunerados no constitutivos de encaje a siete y catorce días a partir del 2 de abril. Posteriormente se habilitaron subastas de depósitos a 30, 60 y 90 días. De igual manera, se habilitó la captación ilimitada de recursos a siete días mediante depósitos no remunerados constitutivos de encaje en el Banco de la República.
- En la junta del 6 de mayo se impuso un encaje marginal no remunerado y diferenciado sobre cuentas corrientes y de ahorro, certificados de depósito a término menores a 18 meses y exigibilidades similares.
- Se restableció el depósito al endeudamiento externo privado previsto en la Resolución Externa 08 de 2000, fijándolo en el 40% del valor del desembolso liquidado a la tasa representativa del mercado (TRM) de la fecha de su constitución.
- Finalmente, se impuso un límite de 500% de su patrimonio técnico a la posición apalancada de las operaciones de derivados de los intermediarios del sistema financiero.

De igual manera, y complementando las medidas sobre encajes tomada en mayo, el 15 de junio la JDBR decidió unificar los encajes para las cuentas corrientes y de ahorro, reconociendo que en la actualidad dichos activos financieros tienen características de liquidez similares. Así, el encaje ordinario para estos depósitos se unificó en 8,3% y el encaje marginal en 27%. La fecha del 7 de mayo de 2007 que servía de base para el cálculo del encaje marginal no se cambió.

Entre enero y abril la JDBR continuó con la intervención discrecional en el mercado cambiario con el fin de moderar la apreciación del peso. Esta modalidad de intervención se suspendió a partir de mayo.

Como se explicó en su momento, todas las decisiones que acompañaron la subida de las tasas de interés tenían como propósito reforzar sus efectos. En particular, los depósitos remunerados no constitutivos de encaje aumentan la capacidad del Banco de la República para compensar los efectos monetarios de la intervención en el mercado cambiario. Las medidas sobre encaje están encaminadas a moderar el crecimiento del crédito y la demanda agregada, complementando directamente la tarea de las tasas. Las medidas sobre endeudamiento externo, por otro lado, buscan limitar la entrada de capitales de corto plazo.

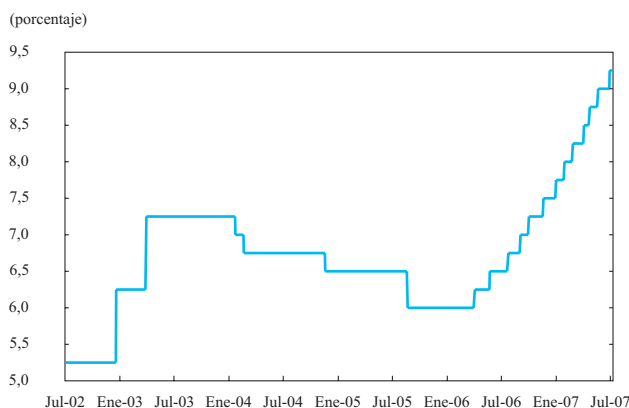
A partir de mayo las medidas señaladas empezaron a arrojar algunos resultados. Así, las entradas netas de capitales de corto plazo, que venían creciendo a un ritmo importante en los primeros cuatro meses del año, disminuyeron notoriamente con la adopción de las disposiciones sobre endeudamiento externo. Por otro lado, la transmisión de la tasa Repo del Banco hacia las tasas de mercado se aceleró en los últimos dos meses, a lo cual pueden haber contribuido las medidas sobre encaje marginal.

Teniendo en cuenta estos hechos y la persistencia de presiones inflacionarias en diversos frentes, la JDBR consideró que durante el segundo trimestre y hasta julio los riesgos que pesaban sobre la estabilidad de precios en el largo plazo continuaban siendo importantes, lo que ameritaba actuar para reforzar las medias tomadas anteriormente. En particular, se tuvo en cuenta que:

1. La inflación al consumidor se sitúa por encima de las metas establecidas.
2. La inflación de no transables siguió aumentando.
3. Los pronósticos de crecimiento han aumentado significativamente en los últimos meses.
4. La apreciación del tipo de cambio no se ha visto plenamente reflejada en la inflación de transables.
5. Hay una probabilidad no despreciable de que la inflación termine el año por encima del rango meta, según lo muestran los pronósticos del equipo técnico del Banco de la República presentados en este informe.

En vista de todo lo anterior, durante los últimos meses la JDBR juzgó conveniente continuar con la reducción del estímulo monetario a través del aumento de las tasas de intervención. Las tasas fueron incrementadas en 25 puntos básicos en tres oportunidades (mayo, junio y julio), con lo cual la tasa base para las subastas de expansión se situó en 9,25% a finales de julio (Gráfico).

TASA DE INTERÉS DE INTERVENCIÓN



Fuente: Banco de la República.

Desde mayo la JDBR no ha realizado intervenciones discrecionales en el mercado cambiario, así como tampoco efectuó compras ni ventas permanentes de TES. Sin embargo, en este período el Banco de la República realizó intervenciones para el control de la volatilidad en varias oportunidades, mediante opciones *put* y *call*, como ha sido usual en el pasado.

La JDBR considera que la normalización de las condiciones monetarias que viene adelantando desde el segundo trimestre de 2006 ya ha empezado a tener efectos sobre el crecimiento del crédito y los

agregados monetarios. De igual manera, se espera que el aumento de la tasa de Repos comience a sentirse con más fuerza sobre las tasas de mercado en los próximos meses, y que a ello también contribuya la recomposición que empieza a observarse en los activos de las entidades financieras en favor de los TES y otras inversiones de portafolio. Todo lo anterior debe permitir que la actividad económica, y en particular la demanda interna, crezcan a una tasa más sostenible que sea consistente con la meta de inflación de largo plazo (3%).

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

Director

SECCIÓN DE INFLACIÓN (*)

Adolfo León Cobo

Jefe

Alejandro Reyes

Edgar Caicedo

José Luis Torres

Luisa Fernanda Charry

Luz Adriana Flórez

Sergio Olarte

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Gloria Alonso, Daira Garrido, Juan Nicolás Hernández y Luis Hernán Calderón, jefe y profesionales, de la Sección de Programación Macroeconómica, respectivamente; Mario Nigrinis y Martha López de la Unidad de Asuntos Especiales del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Andrés González, Eliana González, Norberto Rodríguez, Diego Rodríguez y Juan David Prada, director y profesionales del Departamento de Modelos Macroeconómicos, respectivamente.

I. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

Como se esperaba, en el segundo trimestre del año la inflación al consumidor retomó una tendencia decreciente y esto se observó tanto en la total como en la básica. A pesar de ello su nivel continúa siendo alto.

El choque de oferta de alimentos perecederos de principio de año comenzó a revertirse y esto explica buena parte de la reducción de la inflación. Sin embargo, aún persisten presiones sobre precios, relacionadas sobre todo con la fortaleza de las demandas interna y externa.

El crecimiento del PIB a comienzos de año fue alto (8%) y mayor al esperado. La demanda interna sigue liderando la expansión.

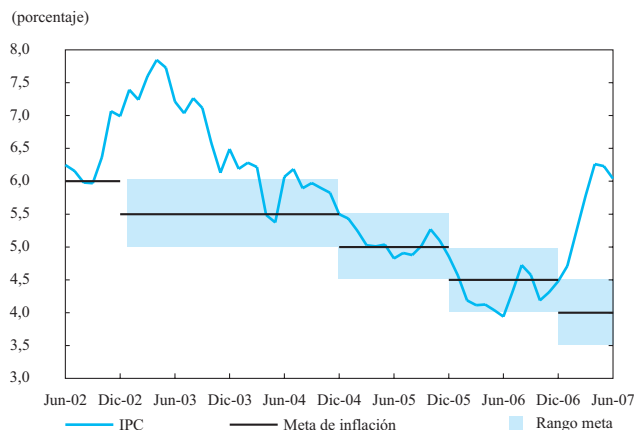
La información disponible sugiere que la utilización de la capacidad productiva se mantuvo en niveles muy altos durante el segundo trimestre y esto habría generado presiones inflacionarias de demanda. Un indicio al respecto es el aumento de la inflación de no transables sin alimentos ni regulados.

Las expectativas de inflación para finales de 2007 se redujeron en los últimos meses, pero continúan altas con respecto a las metas.

A. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN

Durante el segundo trimestre de 2007 la inflación total al consumidor retomó una tendencia decreciente, cerrando junio en 6,04%, 22 puntos básicos (pb) por debajo de su pico más reciente alcanzado en abril. Pese a ello, el dato de junio sigue estando 154 pb por encima del techo del rango meta fijado por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) para este año. (Gráfico 1). La desaceleración que se observó recientemente en la inflación se había anticipado en anteriores informes y, como se anotaba, sucedió gracias a una caída en la inflación de alimentos, principalmente, aunque también a ella contribuyó

INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

la disminución de la inflación básica, incluido el índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos.

En el informe anterior se habían identificado varios factores relacionados con la oferta y la demanda que explicaban el repunte inflacionario ocurrido en los primeros meses del año; entre los cuales cabe mencionar: i) la presencia del fenómeno de El Niño en el primer trimestre de este año; ii) los aumentos de los precios de los *commodities* desde mediados del año pasado, impulsados por el fuerte crecimiento de la demanda mundial y por el auge de los biocombustibles; iii) la fuerte expansión de la demanda interna, y iv) el importante aumento de las exportaciones a Venezuela (especialmente de alimentos).

Entre mayo y junio algunos de estos factores se moderaron, permitiendo la reducción de la inflación al consumidor. La contribución más importante habría venido de la normalización paulatina de las condiciones climáticas, lo que ha permitido restablecer la oferta de alimentos perecederos, disminuyendo sus precios. Pero también otros factores como la apreciación del tipo de cambio y la restricción gubernamental a las exportaciones de ganado en pie hacia Venezuela parecen haber ayudado. En el caso de la apreciación, su efecto se habría sentido mediante menores reajustes en las tarifas de algunos servicios públicos como el gas domiciliario y la energía, en una moderación de los ajustes del precio de la gasolina y en la estabilización de los precios de algunos alimentos importados, compensando los aumentos en los precios externos

A diferencia de lo que aconteció en el trimestre anterior cuando el dato de la inflación superó ampliamente los pronósticos y tomó por sorpresa a los mercados, en esta oportunidad los resultados fueron cercanos a lo esperado. En el caso de los pronósticos del Banco de la República, los datos de junio para la inflación total estuvieron muy cerca de lo previsto en el informe de marzo. Además, los errores de los pronósticos fueron muy pequeños para el IPC sin alimentos y sus diversos componentes (Cuadro 1).

En el año corrido a junio, los alimentos continuaron siendo los principales responsables de la aceleración de la inflación total (82%); por su parte, el IPC sin alimentos, aportó algo menos del 20%. Dentro de este segundo grupo el grueso de las presiones alcistas provinieron de los bienes y servicios regulados y del IPC de no transables, en tanto que el aporte de los bienes transables fue prácticamente nulo (0,3%) (Cuadro 2).

El promedio de los indicadores de inflación básica se redujo en el segundo trimestre, pero se mantuvo sobre el techo del rango meta.

1. Inflación básica

El promedio de los indicadores de inflación básica monitoreados por el Emisor se situó en junio en 5,1%, igual al registro observado en marzo.

PRONÓSTICOS A JUNIO DE 2007 SEGÚN INFORME SOBRE INFLACIÓN DE:

	Sep-06	Dic-06	Mar-07	Observado jun-07
Inflación total	4,7	4,7	6,0	6,0
Alimentos	5,6	6,2	10,0	9,7
Sin alimentos	4,4	4,1	4,3	4,4
Transables	2,2	1,4	1,5	1,8
No transables	4,6	4,9	5,2	5,1
Regulados	7,6	7,2	7,8	7,4

Fuente: Banco de la República.

DESCOMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN SEGÚN PRESIONES ALCISTAS

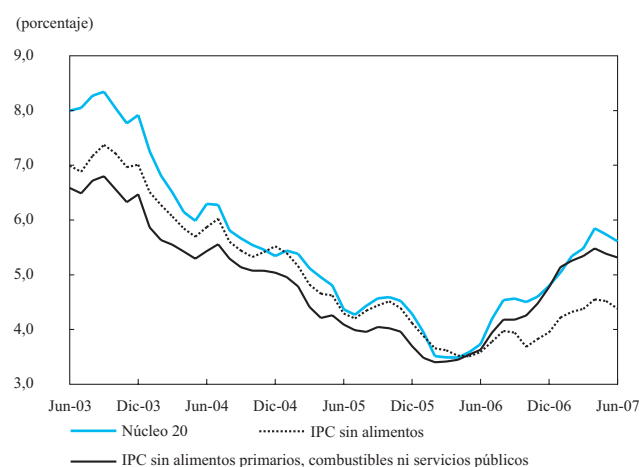
Descripción	Ponderación	Crecimiento anual			Participación en la aceleración, año corrido	
		Dic-06	Mar-07	Jun-07	a marzo	a junio
Total	100,00	4,48	5,78	6,03	100,00	100,00
Sin alimentos	70,49	3,95	4,38	4,38	22,64	18,15
Transables	24,67	1,71	1,97	1,76	4,37	0,31
No transables	36,77	4,75	4,93	5,12	4,54	7,64
Regulados	9,04	6,12	7,48	7,40	13,72	10,20
Alimentos	29,51	5,68	8,90	9,69	77,36	81,85
Fenómeno de El Niño	7,15	2,79	9,45	7,06	44,25	24,89
Precios internacionales	5,35	9,62	11,04	9,22	6,47	(0,63)
Demanda interna	9,52	5,83	7,74	8,56	13,71	15,99
Demanda externa (Venezuela)	7,48	5,81	8,08	14,57	12,94	41,60

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Durante el segundo trimestre este promedio se mantuvo por debajo de la inflación total, pero por encima del límite superior del objetivo inflacionario para 2007.

Al igual que la inflación total, en los meses de mayo y junio la inflación básica también interrumpió la tendencia ascendente que traía desde abril del año pasado, cuando el promedio de los indicadores alcanzó un nivel mínimo histórico de 3,5%. Como se observa en el Gráfico 2, este quiebre de tendencias se observó en todos los indicadores de inflación básica con una intensidad similar. En el caso de la inflación sin alimentos, su nivel en junio fue de 4,4%, igual al dato de marzo, pero por debajo de la cifra de abril

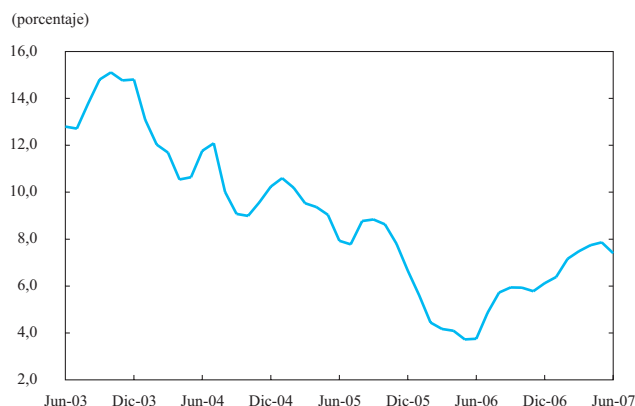
INDICADORES DE INFLACIÓN BÁSICA ANUAL



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 3

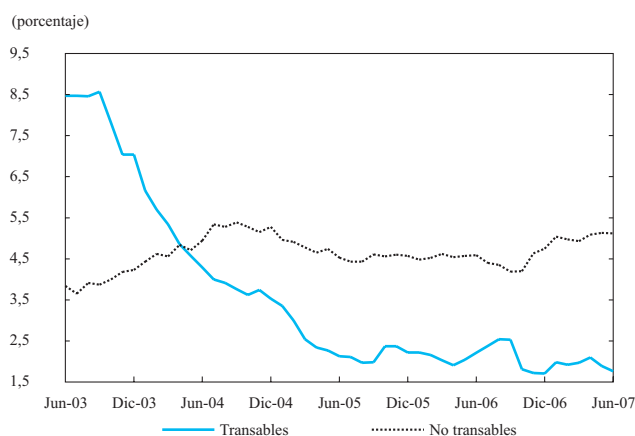
INFLACIÓN ANUAL DE REGULADOS



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 4

INFLACIÓN ANUAL SIN ALIMENTOS NI REGULADOS DE TRANSABLES Y NO TRANSABLES



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

de 2007 (4,5%) y dentro del rango meta establecido para el año.

Para los meses de mayo y junio en particular, la reducción de la inflación sin alimentos y de los otros indicadores de inflación básica fue posible gracias al comportamiento favorable de los regulados y de los transables sin alimentos ni regulados (gráficos 3 y 4). En la primera subcanasta, la disminución se concentró en algunos servicios públicos como gas domiciliario y energía, los cuales podrían haberse visto favorecidos por la apreciación del peso y por una reciente disminución de la inflación al productor, como se muestra más adelante.

Con respecto a los transables sin alimentos ni regulados, la apreciación del peso también habría incidido en ajustes relativamente bajos en los dos últimos meses, que en buena parte recogen disminución en precios de bienes como electrodomésticos y automóviles. Sin embargo, hay que señalar que dada la magnitud de la apreciación (14,8% año corrido) no se ha visto una reacción significativa en la inflación de transables. Este comportamiento reciente refuerza el hallazgo que han hecho varios estudios para Colombia, en donde se muestra que la transmisión de la tasa de cambio hacia los precios al consumidor es muy baja en el país (entre 4% y 15%), y que tarda cerca de un año en efectuarse completamente¹. Ante esta respuesta mínima de los bienes transables también es probable que estén operando otros fenómenos que reducen el efecto del tipo de cambio, como podría ser la fortaleza de las demandas interna y externa.

2. Inflación de alimentos

Los alimentos cerraron el segundo trimestre del año con una inflación anual (9,7%) superior a la registrada en marzo (8,9%); no obstante, durante mayo y junio la inflación de este grupo registró leves descensos interrumpiendo la fuerte tendencia ascendente que traía desde noviembre de 2006. El quiebre fue posible gracias a los bajos ajustes registrados en varios precios de alimentos perecederos, cuya

¹ Al respecto, véase: Edgar Caicedo, Recuadro 1: "El impacto de la tasa de cambio sobre los precios", *Informe sobre Inflación*, junio de 2006, Banco de la República, pp. 32-36.

oferta ha empezado a reaccionar favorablemente con la normalización de las lluvias posteriores al fenómeno de El Niño (Gráfico 5).

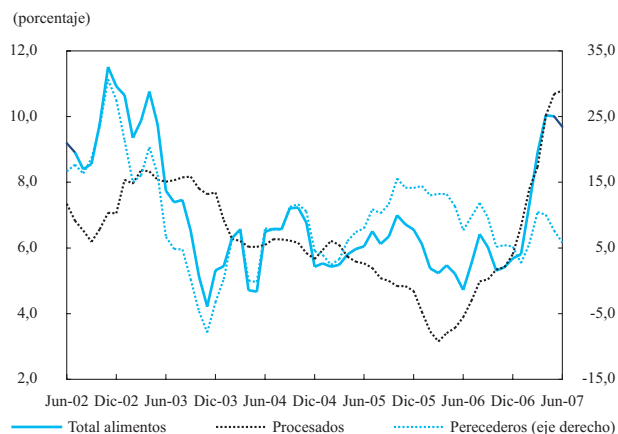
De esta manera, el choque transitorio sobre precios que se presentó en el primer trimestre del año empezó a ceder desde mayo, lo que permitió la caída de la inflación de alimentos. Aun así, la caída no fue importante y se concentró tan solo en los alimentos perecederos sin extenderse a los procesados, cuya inflación siguió aumentando en mayo y junio, aunque a un ritmo menor que el de comienzos de año. Durante el segundo trimestre buena parte de los aumentos en los procesados nuevamente se explicaron por el repunte del precio de la carne (Gráfico 6). Cabe señalar que el subgrupo de procesados representa un 23,9% en la canasta del consumidor en Colombia, frente a un 5,7% de los alimentos perecederos.

Así las cosas, durante el segundo trimestre se mantuvieron varias de las presiones inflacionarias que habían sido identificadas en el informe de marzo para los precios de los alimentos: en particular, las demandas interna y externa continuaron afectando los precios de los procesados, y los altos precios internacionales impidieron que la apreciación del peso tuviera un efecto mayor sobre los alimentos importados. Teniendo en cuenta los pronósticos de las demandas interna y externa y de los precios externos, los cuales se presentan más adelante, se espera que estas presiones se mantengan en los próximos trimestres, impidiendo una disminución más rápida de la inflación de alimentos.

Como se mencionó en el anterior informe, la alta inflación registrada por los precios de alimentos no es un fenómeno exclusivo de Colombia, ya que en la actualidad son muchos los países, tanto desarrollados como emergentes, que enfrentan el mismo fenómeno. En estos países el alza de los precios de los alimentos también tuvo un componente transitorio asociado con el impacto de El Niño. Sin embargo, en la mayoría de economías dichos aumentos parecen tener un carácter más permanente, que está relacionado con la creciente presión que viene ejerciendo la mayor demanda mundial por biocombustibles (biodiésel y etanol). Gracias a este auge, los precios internacionales de la palma y del girasol alcanzaron récord históricos en el segundo trimestre, mientras otros como el del maíz, la soya y el azúcar mantienen niveles muy por encima de sus promedios históricos.

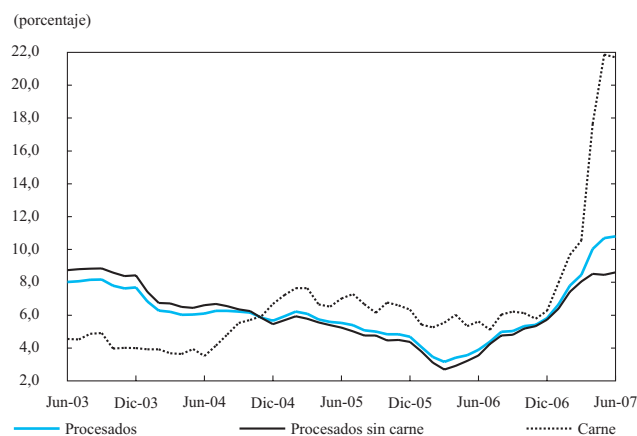
Descomponiendo el aumento de la inflación de alimentos por sus causas en el año corrido se encuentra que el incremento en los precios de la carne, asociado con

INFLACIÓN ANUAL DE ALIMENTOS



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

INFLACIÓN ANUAL DE ALIMENTOS PROCESADOS



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Durante el segundo trimestre se mantuvieron varias presiones inflacionarias identificadas en marzo...

las mayores demandas interna y de Venezuela, es el factor más importante, seguido por el efecto del fenómeno de El Niño. En cuanto a los precios internacionales de los alimentos, estos no ejercieron presiones en los seis meses anteriores, lo cual podría explicarse por el papel de la apreciación del peso que compensó las alzas en los precios externos.

B. FACTORES QUE DETERMINAN LA INFLACIÓN

1. Choques: El Niño y regulados

Todo indica que los efectos alcistas sobre precios producidos por el fenómeno de El Niño empezaron a ceder lentamente en el segundo trimestre, y es probable que continúen haciéndolo con más fuerza durante el tercero.

El fenómeno de El Niño tuvo su impacto más fuerte sobre los alimentos percederos entre febrero y abril. En un principio se estimaba que condiciones climáticas adversas (reducción de las precipitaciones) se mantuvieran durante todo el segundo trimestre, con lo cual los efectos podrían prolongarse hasta junio; sin embargo, el fenómeno comenzó a desaparecer en abril, lo que produjo un alivio en precios a partir de mayo (un poco antes de lo anticipado). Ya para junio los precios de productos como hortalizas y frutas empezaron a mostrar disminuciones y los de otros productos como tubérculos y papa tendieron a estabilizarse.

Así como ha sucedido en el pasado, los efectos del fenómeno de El Niño continúan siendo transitorios, y probablemente desaparecerán completamente en el transcurso de los próximos tres meses (o tal vez un poco más). Esto ya se empezaba a observar en meses anteriores, pues mientras en el primer trimestre El Niño fue la principal causa del repunte de la inflación anual, durante el segundo contribuyó a su descenso. La inflación año corrido ya da cuenta de esta situación: El Niño contribuyó con sólo el 24% de la aceleración de la inflación acumulada a junio frente a un 44% a marzo; porcentaje que probablemente se reducirá sustancialmente para el tercer trimestre (Cuadro 2). Simultáneamente, las presiones de carácter más permanente sobre alimentos, como las originadas por la fortaleza de las demandas interna y externa, han ido ganado terreno y continuarán haciéndolo en los próximos meses.

En lo que concierne a los bienes y servicios regulados (servicios de energía agua, gas domiciliario, combustibles y transporte público), estos siguen sometidos a las presiones derivadas de los altos precios internacionales del petróleo y de su efecto sobre los precios internos de la gasolina y el diésel. Dicha circunstancia ha hecho que la inflación de este subgrupo se mantenga muy por encima de la inflación promedio y de las metas desde hace varios trimestres. En lo corrido del año los aumentos han sido particularmente altos en el caso del transporte público; de todas maneras, en los últimos meses los ajustes en el precio de la gasolina y del gas se moderaron un poco, al parecer debido al efecto de la apreciación del tipo de cambio, lo que hizo que las presiones en este frente no se intensificaran.

...sin embargo los efectos alcistas de El Niño empezaron a ceder.

2. Demanda agregada

La fase de expansión observada en el segundo semestre de 2006 continuó en el primer trimestre de 2007, liderada por el dinamismo de las inversiones pública y privada, junto al consumo de los hogares. Según la información más reciente del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), en este período el crecimiento del producto interno bruto (PIB) fue de 8% (Gráfico 7), completándose así tres trimestres de aumentos superiores al 7%. El DANE revisó al alza el crecimiento del cuarto trimestre de 2006 de 8% (que había reportado hace tres meses, a un 8,4%).

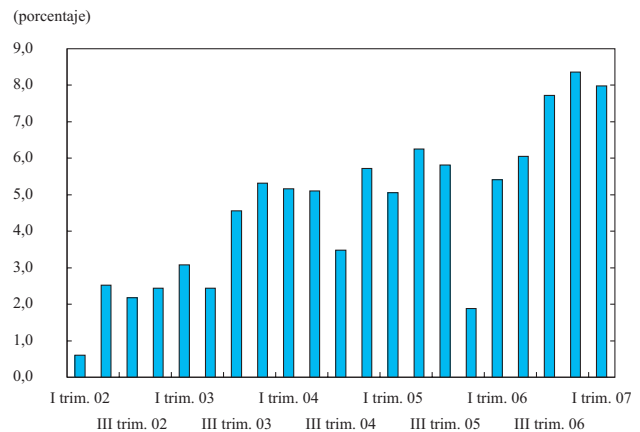
La demanda interna (11,0%) continuó estimulando la expansión de la economía en el primer trimestre de 2007, sumando trece trimestres con crecimientos superiores al del PIB (Gráfico 8). El consumo de los hogares, con un crecimiento del 7,3%, y la inversión total, con uno de 32%, son los componentes que más aportan al dinamismo de la demanda interna. Por cuenta del consumo de las administraciones públicas no se adicionan presiones, ya que este agregado se contrajo en 0,6%, de acuerdo con las metas de déficit consolidado fijadas por el Gobierno central (Cuadro 3).

La mayor contribución al crecimiento del PIB en el primer trimestre de 2007 provino de la inversión total (7,1 puntos porcentuales [pp]). La más dinámica fue la de equipo de transporte (48,3%), seguida por la formación bruta de capital fijo (FBCF) de obras civiles (39,6%). También registraron un crecimiento importante las FBCF en maquinaria y equipo (26,9%) y en construcción de vivienda (20%). La inversión del sector agropecuario fue el componente que tuvo un desempeño menos favorable (1,7%), algo que guarda relación con el regular comportamiento de la oferta del sector en el período. En conjunto, la inversión como porcentaje del PIB alcanzó el 25,9%, una tasa históricamente alta y sólo superada en algunos trimestres de 1994 y 1995.

El buen comportamiento de las inversiones en maquinaria y equipo, y en equipo de transporte se reflejó en el dinamismo de las importaciones de bienes de capital, que en el primer trimestre de 2007 aumentaron 23,4% en dólares; sin embargo, estos incrementos son menores que los registrados el año anterior. Las importaciones totales crecieron 21,8% en términos reales a marzo de 2007.

GRÁFICO 7

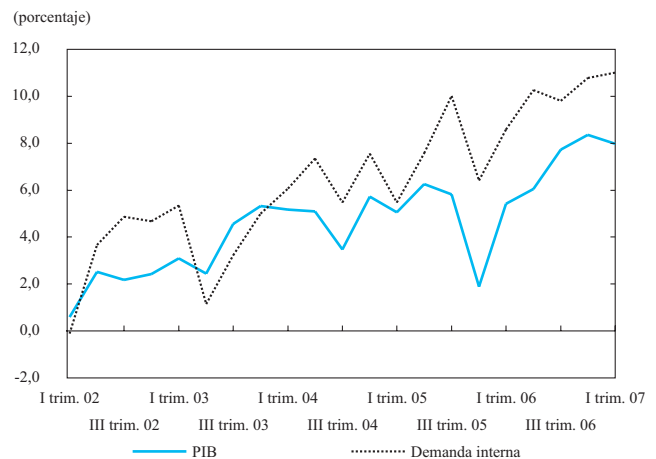
CRECIMIENTO ANUAL REAL DEL PIB



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 8

CRECIMIENTO ANUAL REAL DEL PIB Y DE LA DEMANDA INTERNA



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

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

	IV trim. 06	I trim. 07	Contribución
Consumo final	6,8	5,4	4,5
Hogares	7,9	7,3	4,6
Gobierno	3,1	(0,6)	(0,1)
Formación bruta de capital	23,3	31,8	7,1
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	16,7	28,6	5,8
FBCF sin obras civiles	18,8	25,7	4,1
Obras civiles	8,8	39,6	1,7
Variación de existencias	105,2	64,3	1,3
Demanda interna	10,4	11,0	11,3
Demanda interna sin variación de existencias	8,8	10,0	10,5
Exportaciones totales	12,4	9,4	1,9
Importaciones totales	19,7	21,8	5,5
PIB	8,4	8,0	8,0

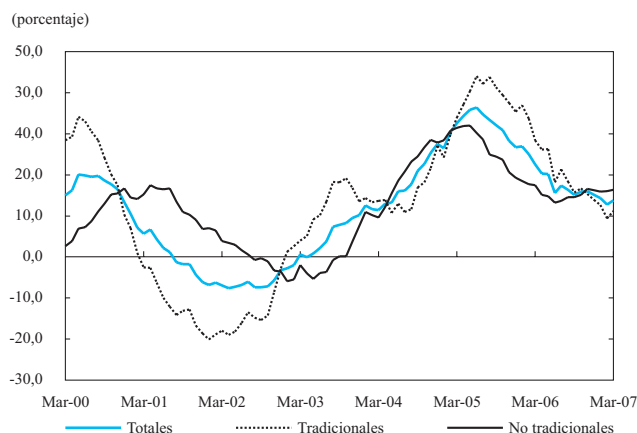
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

El segundo renglón con mayor contribución al PIB fue el consumo de los hogares (4,6 pp), cuyos componentes, en general, mostraron una gran solidez, aunque sobresale el registro de consumo de bienes durables con un incremento anual de 17,6% y el de bienes semidurables con un 16%. Por su parte, el consumo de bienes no durables tales como alimentos, bebidas, servicios públicos, productos farmacéuticos y de mantenimiento del hogar, entre otros, creció 6,4%, por encima de lo observado en 2006; en tanto que los servicios, principalmente alquiler de vivienda, servicios sociales comunales y personales, y del comercio, lo hicieron por encima del 4%.

Las exportaciones totales aumentaron 9,4% en pesos reales en el primer trimestre de 2007, cifra menor a la registrada para el cuarto trimestre de 2006. Con cifras en dólares, la expansión fue de 13,8%, siendo más importante en el caso de las no tradicionales (19,2%) que en el de las tradicionales (11,2%) (Gráfico 9). En estas últimas sobresalen las de carbón y ferróniquel, las cuales crecen a tasas anuales acumuladas en doce meses de 15,4% y 51,5%, respectivamente. El buen año cafetero y los elevados precios internacionales del grano permitieron una recuperación importante de las exportaciones de café (8,9% acumulado doce meses). El petróleo no exhibe el mismo comportamiento y muestra un crecimiento moderado de 5%.

GRÁFICO 9

**EXPORTACIONES TOTALES,
TRADICIONALES Y NO TRADICIONALES EN DÓLARES
(CRECIMIENTOS ANUALES
DE LOS ÚLTIMOS DOCE MESES)**

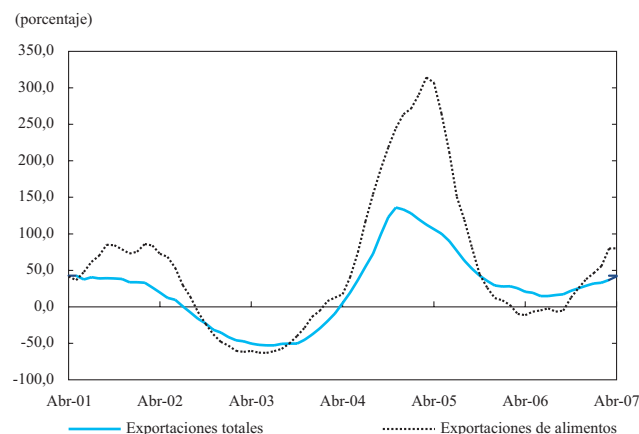


Fuente: DANE.

Por destino, en dólares las exportaciones a Venezuela siguieron mostrando una gran fortaleza en la mayoría de productos, pero sobre todo en alimentos (Gráfico 10). Las exportaciones a Ecuador, las cuales venían decreciendo lentamente desde hace cuatro trimestres, repuntaron recientemente, aunque a abril su ritmo de expansión era bajo, algo que podría tener relación con el debilitamiento de la economía de dicho país. De los grandes compradores de productos colombianos los Estados Unidos son quizá el único que presenta un desempeño pobre, con disminuciones en el valor de las exportaciones en los últimos meses, ante todo en sectores como el textil, de confecciones, cuero y banano. Es en este último mercado en donde probablemente las exportaciones colombianas enfrentan una mayor competencia, y la apreciación podría estar golpeando las ventas hacia ese país. De todas maneras, los deficientes resultados hacia los Estados Unidos parecerían estar siendo compensados por las ventas al resto de destinos (excluyendo Venezuela y Ecuador), las cuales se han venido acelerando desde hace varios meses y crecían, en dólares, 27,5% en abril.

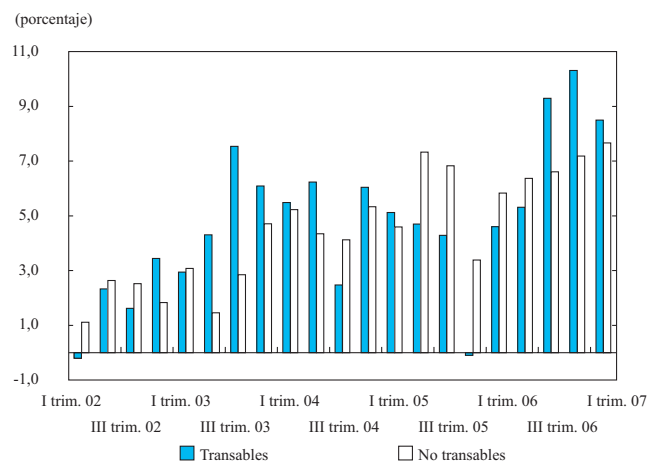
Por el lado de la oferta, los sectores transables² (8,5%) fueron los más dinámicos, aunque también los no transables³ tuvieron una expansión importante (7,65%) (Gráfico 11). El crecimiento en los sectores transables continuó siendo elevado, aunque un poco menor que el observado en los dos trimestres anteriores. Los sectores transables han continuado favorecidos por la fuerte demanda de Venezuela, por los elevados precios internacionales de algunos bienes exportados y por el comportamiento dinámico de la construcción que demanda recursos de sectores transables (vidrio, cemento, entre otros). El posible efecto negativo de la apreciación aún no se aprecia en las cifras globales ni sectoriales de producción, aunque sí puede haber significado alguna desviación de las ventas hacia Venezuela, en detrimento de las dirigidas hacia otros destinos.

EXPORTACIONES A VENEZUELA EN DÓLARES (CRECIMIENTOS ANUALES DE LOS ÚLTIMOS DOCE MESES)



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB DE TRANSABLES Y NO TRANSABLES



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

² Los sectores transables son: agropecuario, silvicultura, caza y pesca; explotación de minas y canteras; industria manufacturera; servicios de transportes acuático, aéreo y complementarios y auxiliares, y servicios a las empresas, excepto los financieros e inmobiliarios.

³ Los sectores no transables son: electricidad, gas de ciudad y agua; construcción; comercio, reparación, restaurantes y hoteles; servicios de transporte terrestre; servicios de correo y telecomunicaciones; servicios de intermediación financiera y servicios conexos; servicios inmobiliarios y alquiler de vivienda, servicios sociales, comunales y personales.

Los indicadores de utilización de la capacidad productiva se mantienen en niveles históricamente altos.

Con respecto a los sectores no transables, su crecimiento, aunque menor que el del PIB transable, ha sido importante y se aceleró significativamente durante el primer trimestre del año. Esto obedeció al fuerte impulso que registró el PIB de la construcción, tanto de obras civiles como de edificaciones, lo que compensó la contracción de los servicios del Gobierno.

A nivel más desagregado, la industria fue el sector que más contribuyó al crecimiento anual con 2,2 pp, mientras que la construcción explicó 1,6 pp (Cuadro 4). El sector agropecuario y los servicios sociales, comunales y personales tuvieron una contribución pequeña: en el primer caso se explica, en parte, por el efecto de El Niño, que afectó de manera importante la producción de leche y hortalizas, y también se observó una caída importante en los cultivos ilícitos (-9,3%). Para el segundo caso, su bajo crecimiento (0,2%) se debió, principalmente, a una contracción en los servicios del Gobierno (-0,7%).

3. Excesos de capacidad productiva

Los indicadores disponibles para el primer semestre de 2007 sugieren que los excesos de capacidad productiva continuaron reduciéndose a la par con el fuerte ritmo de expansión económica. Pese a algunos leves descensos en el segundo trimestre, dos indicadores clave como son la utilización de capacidad instalada (UCI) para la industria medida por Fedesarrollo (Gráfico 12) y la UCI de la

CUADRO 4

CRECIMIENTO REAL ANUAL DEL PIB SECTORIAL (PORCENTAJE)

	IV trim. 06	I trim. 07	Contribución
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	3,3	1,7	0,2
Explotación de minas y canteras	1,3	(0,9)	(0,0)
Electricidad, gas y agua	4,9	3,9	0,1
Industria manufacturera	16,6	14,6	2,2
Construcción	10,0	28,3	1,6
Edificaciones	10,8	20,1	0,7
Obras civiles	8,9	39,6	0,9
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	13,8	11,2	1,3
Transporte, almacenamiento y comunicación	12,1	9,8	0,8
Estab. finan., segur., inmueb. y servicios a las empresas	3,8	4,9	0,8
Servicios sociales, comunales y personales	2,9	0,2	0,0
Intermediación financiera medida indirectamente	7,9	8,0	0,3
Subtotal valor agregado	7,7	7,3	6,7
PIB	8,4	8,0	8,0
Transables ^{a/}	10,3	8,5	3,2
No transables	7,2	7,7	4,8

a/ 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.

Asociación Nacional de Industriales (ANDI), se mantuvieron en niveles históricamente altos, que en el pasado coincidieron con brechas del producto positivas y altas y con presiones inflacionarias de demanda. Otros indicadores, como aquel que mide la capacidad productiva disponible para atender aumentos en la demanda, también apuntan en la misma dirección.

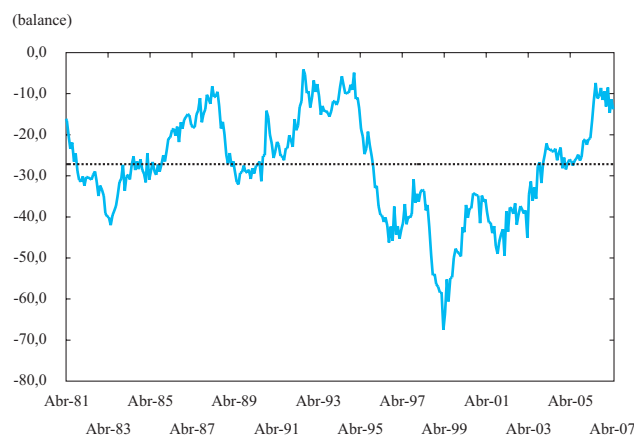
Con las cifras sobre crecimiento del primer trimestre, y teniendo en cuenta los datos sobre inversión, empleo e intensidad en la utilización de factores, los diferentes métodos utilizados por el Banco de la República para estimar la brecha del producto muestran que, en promedio, durante 2007 ésta se podría situar entre +1,3% y +3,9%, con un nivel más probable de +2,6%. Esto siempre y cuando el crecimiento del presente año se aproxime al del año pasado (Gráfico 13); de esta forma, de continuar el ritmo actual, los métodos utilizados sugieren que la brecha del producto se continuaría ampliando este año. Los mismos métodos indican que ésta se habría situado en 1,36% en 2006, un poco por encima de la estimación que se había efectuado para el informe de marzo (+0,6%).

Así, de la información disponible se puede inferir que la utilización de factores es cada vez más intensa y, que de mantenerse esas tendencias, las presiones inflacionarias de demanda que se identificaron en el informe anterior se podría mantener en lo que resta de 2007. Esto es consistente con el repunte que han tenido desde mayo de 2006 las diferentes medidas de inflación básica, y desde noviembre de 2006 la inflación de bienes no transables sin alimentos ni regulados.

Cabe señalar que los métodos del Banco tienen en cuenta el importante esfuerzo de inversión que se ha realizado en el país en los últimos dos años. El ejercicio de descomposición del crecimiento, según los diferentes factores productivos, muestra que, a pesar del aumento de la inversión, la intensidad en la utilización del capital ha venido en aumento y tendería a hacerlo aún más en 2007. La misma metodología muestra que, aunque el problema es menos crítico con el factor trabajo, el crecimiento esperado del empleo para 2007 debería reducir la brecha en este mercado, aumentando la intensidad en el uso del factor.

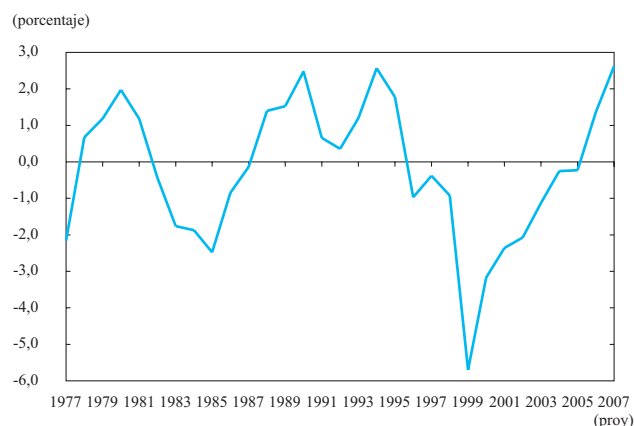
Así mismo, las estimaciones anteriores tienen en cuenta que el crecimiento de la productividad total de los factores se ha acelerando y que se encuentra por encima de lo que ha sido su crecimiento promedio desde 1980; sin embargo, como se presenta en este informe, las ganancias en productividad no fueron suficientes

CAPACIDAD INSTALADA FRENTE A LA DEMANDA ESPERADA



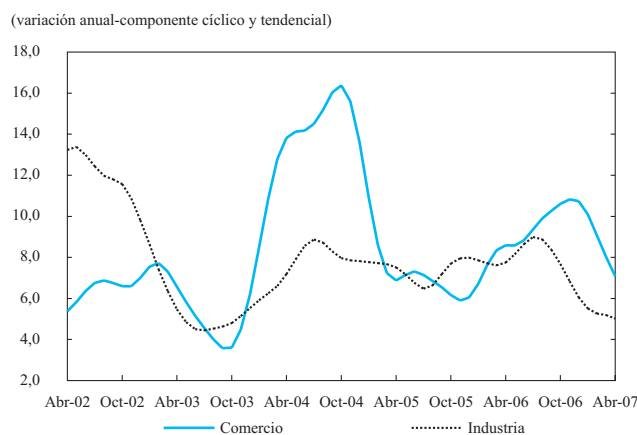
Nota: la serie presentada es la desestacionalizada.
Fuente: Fedesarrollo.

BRECHA DEL PRODUCTO



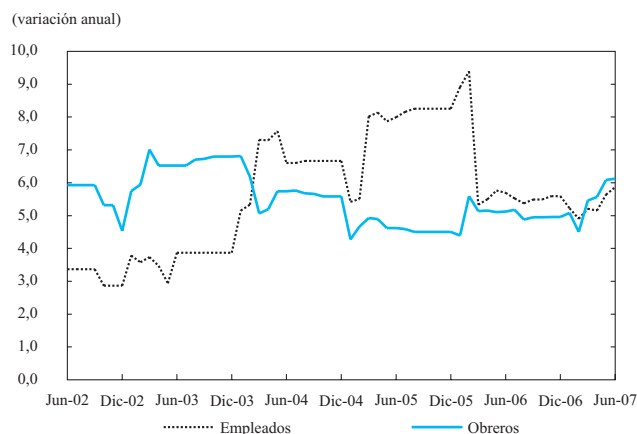
(proy) proyectado.
Fuente: Banco de la República.

A. SALARIOS NOMINALES DEL COMERCIO AL POR MENOR Y DE LOS OBREROS DE LA INDUSTRIA



Fuente: DANE-MMCP-MMM.

B. ÍNDICE DE SALARIOS PARA LA CONSTRUCCIÓN PESADA



Nota: obreros: capataz, obrero, oficial y operador; empleados: ingeniero director, ingeniero auxiliar, almacenista, contador y celador.
Fuente: ICCP-DANE.

para contener el aumento de la inflación básica y de la de no transables en lo corrido del año.

4. Costos salariales y mercado laboral

Los indicadores disponibles muestran que en lo corrido del año los costos salariales de las empresas han presentado variaciones un poco menores que las observadas a lo largo de 2006. Los ajustes salariales en la industria y el comercio se moderaron en los primeros meses del año y al mes de abril fueron de 5,0% y 7,1%, respectivamente. En el sector de la construcción la información disponible a junio muestra que los ajustes de los salarios de los obreros y empleados estaban alrededor del 6,0% (Gráfico 14).

La información sobre empleo tomada de la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH) a nivel nacional no sugiere un mercado laboral estrecho en la actualidad; no obstante, otros indicadores sectoriales muestran que hay una importante recuperación en el empleo urbano: por ejemplo, de acuerdo con la Muestra mensual manufacturera (MMM) de abril, la industria habría aumentado la contratación de obreros en 4,5%, al tiempo que la Muestra de comercio al por menor (MCM) señala un incremento de 5,9% en el total de empleados del sector. Estos ritmos de creación de empleo ya completan cerca de dos años en ambos sectores; así mismo, la información del Ministerio de la Protección Social muestra que durante el primer trimestre del año las afiliaciones a las cajas de compensación familiar habían aumentado 1,8%, frente a las registradas en diciembre de 2006; igual sucedió con el número de afiliados activos al sistema de pensiones.

En conjunto, la información sobre salarios y empleo no sugiere la presencia de presiones de costos laborales hasta junio, lo cual, en parte, obedecía a que el mercado laboral se encontraba todavía holgado. Sin embargo, hacia mediano plazo es probable que el mercado laboral se tienda a estrechar si se mantiene el dinamismo del empleo observado en la primera parte del año, al igual que el del uso de horas extras en la industria manufacturera (crecieron 2,9% anual a abril de 2007), y considerando el crecimiento del PIB proyectado, especialmente para sectores intensivos en mano de obra como construcción y comercio.

Por ello no se descarta que la mayor demanda por trabajo pueda generar presiones inflacionarias de costos laborales en los próximos trimestres. Esto es particularmente probable si la oferta de trabajo se reduce en términos relativos, tal y como ha sucedido recientemente a juzgar por las caídas en la tasa global de participación (TGP).

Ahora bien, las presiones de costos salariales han seguido, en parte, restringidas gracias a los aumentos en la productividad laboral en sectores como el industrial y de comercio. Las diferentes mediaciones de productividad han seguido reportando ganancias, incluso después del ajuste por el componente cíclico de las series. Otro factor que puede haber frenado mayores alzas en los salarios, y que ha evitado que el mercado laboral se estreche más rápidamente, es la disminución del precio relativo de capital como consecuencia de la apreciación del peso, de los incentivos tributarios a la inversión y del abaratamiento de los bienes manufacturados a nivel mundial. Este fenómeno puede haber estimulado la sustitución de trabajo por capital, atenuando el crecimiento de la demanda por mano de obra.

5. Otros costos

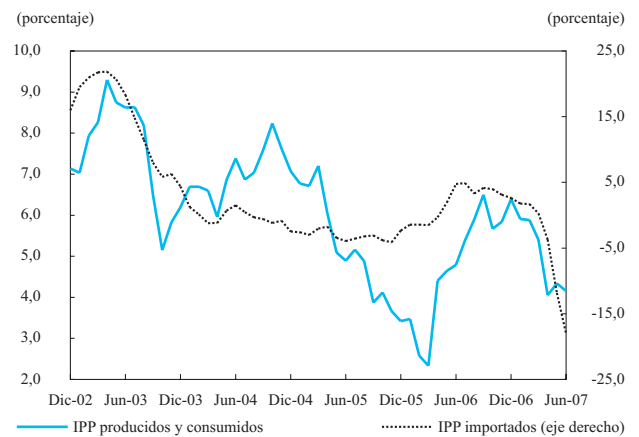
A juzgar por el comportamiento del índice de precios al productor (IPP) y de otros indicadores, los costos de materias primas no parecen haber generado presiones importantes sobre precios en lo corrido del año. La inflación anual medida por el IPP total se ha venido reduciendo desde comienzos de año, y a junio fue de sólo 4,1%. La apreciación acumulada del peso ha desempeñado un papel importante en esta tendencia, al producir bajas en los precios de las materias primas importadas: el IPP importado presentó una variación anual de -18,02% a junio. El menor valor del dólar frente al peso habría compensado los aumentos registrados en los precios externos de varias materias primas importadas, como es el caso de cereales, aceites y oleaginosas. En el caso de las materias primas y otros costos de origen nacional, el ritmo de ajustes se mantuvo estable (alrededor del 3,2%), después de haber caído a comienzos de año (Gráfico 15).

Pese a los pocos indicios sobre presiones de costos y a la caída de la inflación al productor, no es claro que esto se vaya a traducir en una menor inflación al consumidor a corto o mediano plazos; primero, porque en la canasta del consumidor tienen gran importancia los servicios que no se miden en el IPP; segundo, porque hay indicios de que la fortaleza de la demanda está incentivando ajustes en los márgenes de comercialización por parte las empresas (*mark up*), impidiendo que los menores costos se traduzcan en menores precios al consumidor.

No es claro que la caída de la inflación al productor vaya a transmitirse a la inflación al consumidor en el corto plazo.

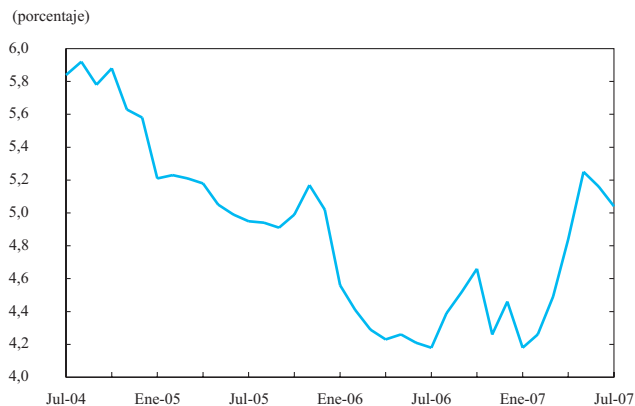
GRÁFICO 15

IPP POR DIVISIONES (VARIACIÓN ANUAL)



Fuente: Antes de diciembre de 2006 Banco de la República y a partir de diciembre de 2006 DANE, cálculos del Banco de la República.

**EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN A DICIEMBRE
DE CADA AÑO, BANCOS Y COMISIONISTAS DE BOLSA**



Fuente: Banco de la República.

6. Expectativas de inflación

Después de aumentar fuertemente a comienzos de año, las expectativas de inflación cedieron un poco en los meses de mayo y junio, siguiendo el quiebre de la serie de precios observada. En general, las diferentes encuestas muestran que los agentes económicos esperan una reducción gradual de la inflación en el año que, sin embargo, no sería suficiente como para que se sitúe en el rango meta establecido por la JDBR.

Por ejemplo, la encuesta mensual efectuada a los analistas y operadores del mercado financiero a comienzos de julio muestra que la inflación esperada para diciembre de este año es de alrededor e 5%. Este resultado es menor que el que se obtuvo en los meses de

abril y mayo, cuando la inflación esperada era de 5,2% (Gráfico 16). La encuesta trimestral más amplia, que recoge la opinión de firmas y sindicatos, entre otros, señala un comportamiento menos favorable, pues las expectativas de inflación para finales de año se sitúan en 5,6%. No obstante, también en este caso los encuestados esperan que la inflación siga en una tendencia decreciente que se extendería al primer semestre de 2008.

II. MERCADOS FINANCIEROS

Las presiones inflacionarias en varios países pueden conducir a algunos aumentos en las tasas de interés internacionales que, sin embargo, no deberían restringir mucho la liquidez mundial. Estos pronósticos no tienen en cuenta el efecto de la mayor volatilidad registrada recientemente en los mercados financieros.

Durante el último trimestre el ritmo de crecimiento del crédito cedió un poco, aunque esta tendencia no se extendió a la cartera hipotecaria, la cual se aceleró. Además, la expansión del crédito continuó superando ampliamente la del PIB nominal.

La transmisión de la tasa de interés del Banco a las tasas pasivas y activas se aceleró en los últimos dos meses, pero sin completarse. El nivel actual de las tasas de interés real es similar al promedio en lo corrido de la década.

Para los próximos meses se espera que la velocidad de la transmisión de tasas aumente, debido a que se deberá dar una menor liquidación de TES por parte del sistema financiero y al efecto que tendría el cambio reciente en el régimen de encajes. Estos dos últimos factores también deben contribuir a moderar el crecimiento del crédito.

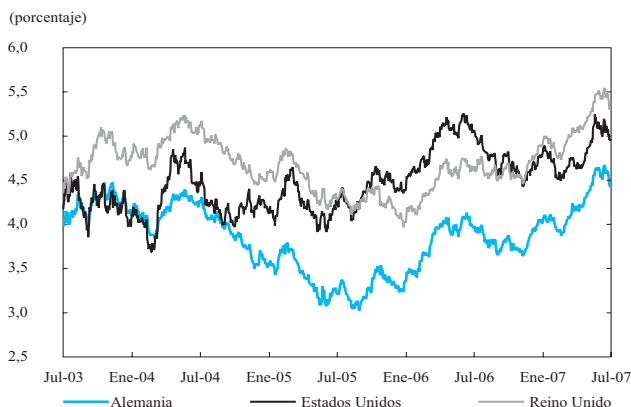
A. CONTEXTO INTERNACIONAL

En el segundo trimestre del año las buenas noticias de crecimiento mundial, sumadas a los altos precios de los *commodities*, especialmente del petróleo, han aumentado el riesgo de presiones inflacionarias. En vista de ello, muchas economías tanto desarrolladas como en desarrollo se están inclinando hacia una política monetaria más restrictiva. El resultado ha sido un aumento en las tasas de interés de largo plazo en varios países (Gráfico 17).

Junto con el aumento en las tasas de interés mundiales, en las últimas semanas han surgido noticias sobre un importante deterioro en el mercado de crédito de

GRÁFICO 17

TASAS DE INTERÉS DE LOS TÍTULOS DEL GOBIERNO A DIEZ AÑOS



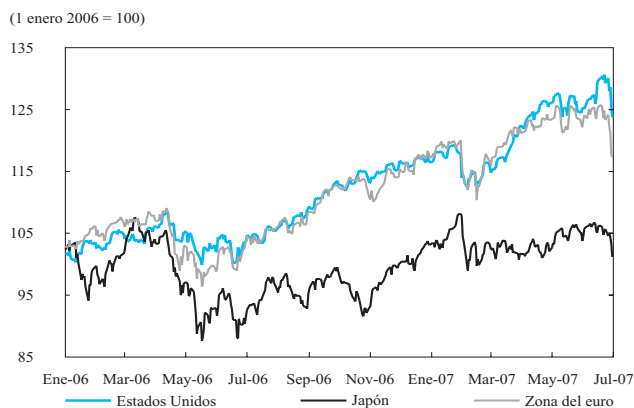
Fuente: Datastream.

vivienda de los Estados Unidos (*subprime*). El nerviosismo sobre un posible contagio de este sector al resto del mercado financiero y a la economía en general ha impulsado un aumento de la aversión al riesgo, que a su vez ha generado una mayor volatilidad en varios indicadores financieros, incluido el precio de las acciones (Gráfico 18).

Indicadores adicionales como las primas de riesgo país de las economías emergentes, los bonos de alto rendimiento (*high yield bonds*) de los Estados Unidos y el VIX (índice de volatilidad del mercado estadounidense) también estaban aumentando recientemente (Gráfico 19, paneles A y B). En julio, mientras se producía este informe, la prima de riesgo de Colombia estaba siendo un poco afectada, registrando aumentos de 70 pb.

GRÁFICO 18

ÍNDICES BURSÁTILES

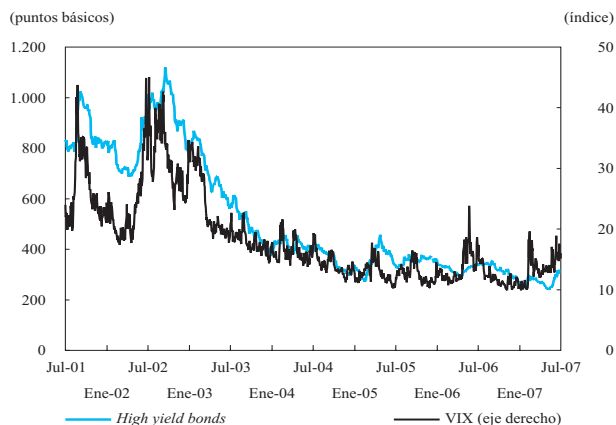


Fuente: Datastream.

Con respecto a los mercados de divisas de la región, durante buena parte del segundo trimestre se mantuvieron o incluso se acentuaron las tendencias hacia la apreciación frente al dólar, especialmente en los casos de Brasil, Colombia y Chile, tal como se observa en el Gráfico 20. Sin embargo, en julio la volatilidad de los instrumentos financieros también parecía extenderse a las monedas, algunas de las cuales se debilitaron frente al dólar. A pesar de esto, dichas tendencias no han sido fuertes, lo que puede obedecer a que las condiciones

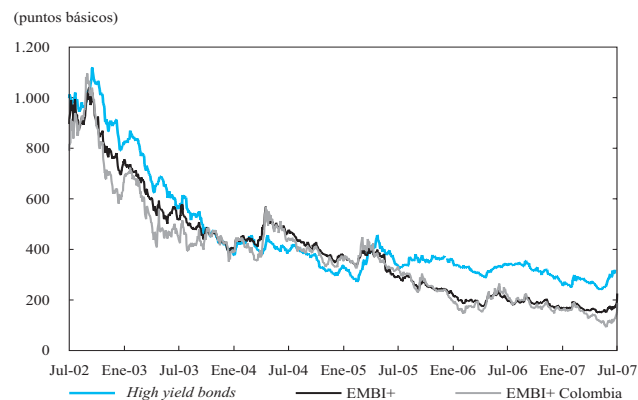
GRÁFICO 19

A. ÍNDICES DE AVERSIÓN AL RIESGO



Fuente: Bloomberg.

B. EMBI+ Y SPREAD HIGH YIELD



macroeconómicas en estos países continúan estables, respaldadas por muy buenos términos de intercambio.

No obstante lo anterior, no se puede descartar que el aumento en la aversión al riesgo se acentúe y que se puedan generar mayores presiones, tanto en las primas de riesgo como en las monedas de las economías latinoamericanas, incluida Colombia. Así las cosas, los niveles de incertidumbre y de riesgo sobre las condiciones financieras externas han aumentado en este informe, comparados con el Informe de marzo.

B. MERCADOS FINANCIEROS

En abril de 2007, a doce meses de iniciado el cambio de postura monetaria, la transmisión de la tasas de política se mostraba rezagada. El nivel real de las tasas de interés activas y pasivas alcanzado a comienzos del segundo trimestre era inferior a los promedios históricos medidos desde 1990, y apenas bordeaba los promedios de la presente década. Por tal razón, en los últimos tres meses la JDBR decidió continuar con su política de ajuste gradual de tasas de intervención y efectuar algunos ajustes a las medidas sobre encaje adoptadas a comienzos de mayo.

En cuanto al comportamiento del crédito, el efecto de la política monetaria todavía no es significativo. A junio el crecimiento anual de la cartera total completó más de seis meses superando el 30%, lo que ha ayudado poco a la moderación del crecimiento económico. En parte, el bajo impacto de la política monetaria en el crédito se debe a que en 2006 y comienzos de 2007 esta variable estuvo afectado por un choque de oferta, alimentado con recursos que provinieron del rebalanceo de activos de las entidades de crédito y por una abundancia de depósitos, originada en una mayor preferencia de los agentes por la renta fija.

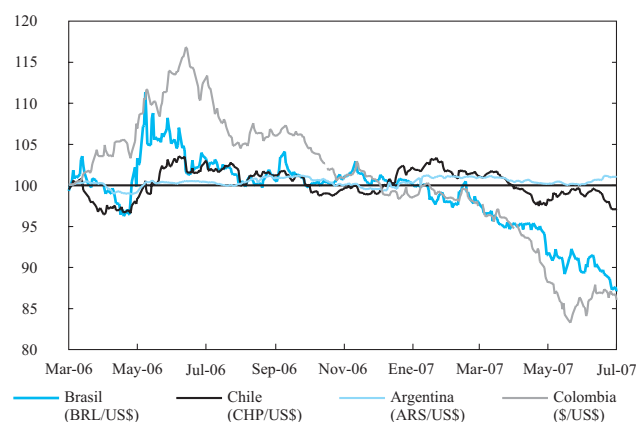
A pesar de lo anterior, en mayo y junio se observó una mayor reacción del canal crediticio, pues todas las tasas de interés respondieron con mayor intensidad a los ajustes en la tasa de política, y así mismo se presentó una ligera moderación del crédito. Hacia futuro es posible que estas tendencias sigan acentuándose; sin embargo el grado de incertidumbre es aún considerable.

1. Agregados monetarios

Las definiciones más estrechas de los agregados, especialmente el efectivo, sugieren una caída en el crecimiento de la preferencia por la liquidez de los agentes en la economía en los trimestres más recientes. Desde septiembre del año anterior el

TASA DE CAMBIO NOMINAL DE DIFERENTES MONEDAS LATINOAMERICANAS FRENTE AL DÓLAR

(índice 15 de febrero de 2006 = 100)

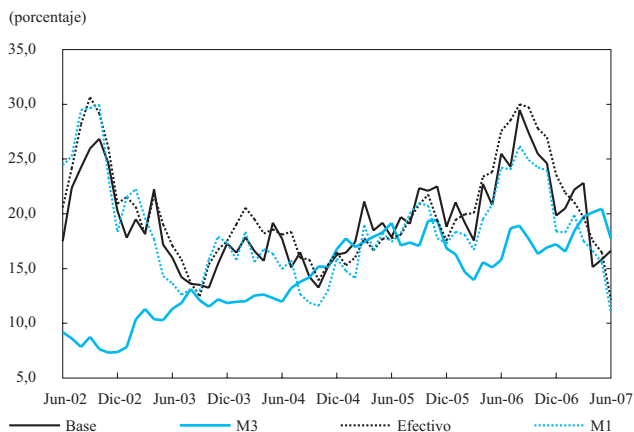


Fuente: Datastream.

A junio, los efectos de la política monetaria sobre el crédito y las tasas de interés era todavía parcial.

GRÁFICO 21

AGREGADOS MONETARIOS, CRECIMIENTO ANUAL



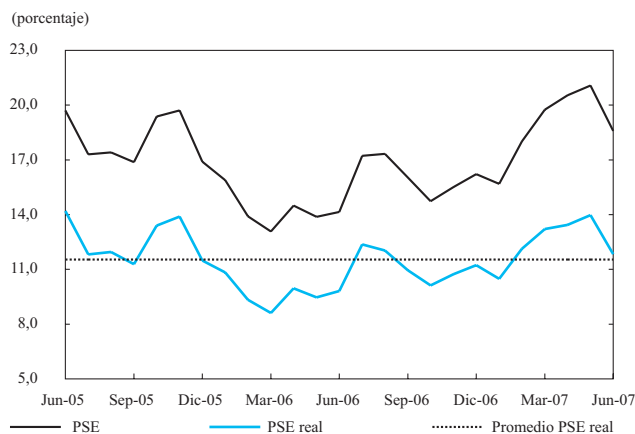
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

crecimiento anual del efectivo disminuyó de niveles de 30% a 12%, los medios de pago (M1) de 26% a 11%, y la base monetaria de 29,5% a 16,6% (Gráfico 21).

Por su parte, entre abril del año pasado y mayo del presente el comportamiento del agregado monetario más amplio (M3) muestra una mayor preferencia por depósitos: no obstante la desaceleración del efectivo, M3 se aceleró de 13,9% a 20,5%, lo que ocurrió debido a los certificados de depósito a término (CDT) y a las cuentas de ahorro. Como resultado, los pasivos sujetos a encaje (PSE)⁴, se aceleraron de 13,1% a 21,1% entre abril de 2006 y mayo de 2007. En junio, sin embargo, no se mantuvo este ritmo de expansión: la variación anual de M3 descendió a 17,7% y la de los PSE a 18,6%. Todo lo anterior, en términos reales, ha significado una disponibilidad de recursos de captación que ha crecido, en términos reales, alrededor del 11,5% en los dos últimos años, un ritmo que casi duplica al presentado por la actividad económica (Gráfico 22).

GRÁFICO 22

PSE, CRECIMIENTO ANUAL



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

Como se adelantó en el informe anterior, desde marzo de 2006 se pueden identificar dos períodos durante los cuales los PSE se aceleraron:

- El primero, de marzo a agosto de 2006, originado en una decisión de los agentes⁵ de disminuir su posición en activos de renta variable en pesos (acciones y TES) para refugiarse en la renta fija nacional y en los activos externos, ante expectativas de mayores tasas interés externas. Esta conducta indujo a la desvalorización de los títulos de deuda pública, a la caída en la cotización de las acciones en bolsa y a la depreciación del peso, proceso que se retroalimentó por unos meses.
- El segundo, de febrero a mayo de 2007, cuando de nuevo aumentó la preferencia de los agentes por activos locales, ante las expectativas de apreciación del peso asociadas con un aumento en los flujos de capital externo. A ello se sumó una reducción del monto de los títulos de deuda pública en febrero, lo cual también significó una redistribución de los portafolios de los agentes en favor de los depósitos.

⁴ El total de depósitos están constituidos actualmente por PSE. Entre 2000 y 2004 los depósitos también incluían los restringidos, cuya participación promedio en dicho período fue de 0,5% y como máximo representaron el 1,23% de los depósitos en noviembre de 1999.

⁵ Probablemente concentrados en los hogares y las empresas.

La mayor demanda por PSE que se observó en los trimestres anteriores, en particular la que proviene de depósitos de ahorro, se tradujo en recursos abundantes para las entidades de crédito.

El crecimiento del crédito era alto, pese a la desaceleración en mayo y junio.

Para los próximos meses el comportamiento de los PSE estará sujeto a una incertidumbre alta principalmente por los siguientes factores:

- El mercado de depósitos estuvo afectado por un retiro neto de recursos por \$5 billones (b) por parte del Gobierno nacional para aumentar sus disponibilidades en el Banco de la República en mayo y junio de 2007. Frente a este hecho, se espera que el Gobierno vuelva a inyectar recursos a la economía, conforme a un ciclo tradicional de ahorros en la primera parte del año, y giros en la segunda, pero concentrados en especial al final de año cuando aumenta la demanda estacional de liquidez.
- Los precios de los títulos de renta variable y de los de deuda pública ganaron estabilidad, implicando un menor riesgo de mercado y un menor atractivo relativo de la inversión en PSE.
- Finalmente, más bajas expectativas de apreciación del peso en relación con meses anteriores.

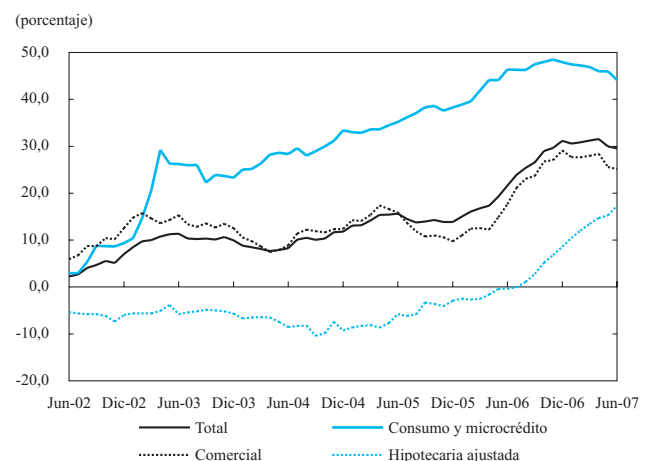
2. Crédito

El crecimiento anual de la cartera del sistema financiero se mantuvo en un nivel alto durante el segundo trimestre, aunque se observó alguna moderación en los meses de mayo y junio. En este último mes la cartera bruta total⁶ (en moneda nacional más extranjera) registró una tasa de crecimiento de 29,5% en términos nominales, un poco menor que la tasa de marzo (31,2%). Por modalidad, los incrementos de las carteras de consumo⁷ y comercial fueron de 44,2% y 25,1%, respectivamente; frente a un 46,9% y 28,0% en marzo. La cartera hipotecaria, por su parte, aceleró su crecimiento entre marzo (13,5%) y junio (17,3%), prolongando así la tendencia ascendente observada desde el cuarto trimestre del año pasado (Gráfico 23).

Para entender un poco más lo sucedido con el crédito en mayo y junio, es conveniente analizar los flujos de usos y fuentes del sistema financiero, dividiendo el

GRÁFICO 23

CRECIMIENTO ANUAL DE LA CARTERA BRUTA TOTAL



⁶ Incluye consumo, comercial e hipotecaria ajustada. Esta última es la suma de el saldo de cartera hipotecaria mas las titularizaciones.

⁷ Agregado de consumo más el microcrédito.

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

En mayo y junio no se observaron redenciones importantes de TES por parte del sistema financiero.

período de normalización de la política monetaria en dos intervalos: los dos últimos meses y el resto del período (abril 2006-abril 2007) (Cuadro 5).

La información así presentada exhibe tres datos interesantes: i) la actividad crediticia en los últimos dos meses, incluyendo *leasing*, es similar a la observada en el intervalo hasta abril de 2007, con incrementos promedio mensuales de \$2,3 b en ambos períodos; ii) los PSE cayeron \$0,8 b debido a la disminución de depósitos durante mayo y junio —como resultado de los traslados de depósitos fiduciarios hacia la Tesorería General de la Nación—, y iii) la estrategia de redención de inversiones que se observó en 2006 y a comienzos de 2007 no continuó en abril; así, las entidades financieras aumentaron sus tenencias de TES en mayo y junio (\$0,7 b).

3. Tasas de interés

La decisión de normalizar la política monetaria que tomó la JDBR a partir de abril de 2006 ha conllevado a un aumento de 300 pb en la tasa de interés para la subasta de expansión entre ese mes y junio del presente año. Tal cambio se ha venido reflejando en su totalidad sobre la tasa interbancaria (TIB), pero ha estado rezagado en el resto de tasas de interés.

Aún así, las tasas de interés nominales tendieron a reaccionar de manera más fuerte a las alzas de la tasa de política en el último mes y medio. En particular, la tasa

CUADRO 5

PRINCIPALES USOS Y FUENTES DE LOS ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO (MILES DE MILLONES DE PESOS)

	Flujos acumulados	
	Abr-06 a abr-07	May-07 a jun-07
Activo		
Posición propia de contado	237,7	921,3
Reserva bancaria	1.761,7	986,3
Cartera neta	25.203,5	4.286,6
Inversiones	(11.633,1)	949,4
Cartera de <i>leasing</i>	2.751,0	418,3
Otros netos	(1.661,4)	(348,6)
Total	16.659,4	7.213,3
Pasivo		
OMA netas	(8.730,7)	8.026,7
PSE	25.390,1	(813,3)
Total	16.659,4	7.213,3
Ítem de memorando		
Tes B del sist. finan., valor nominal	(6.686,5)	714,2

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

nominal promedio de los CDT se situó en 8,35% en junio, frente al 7,8% en el mes de marzo. El grueso del incremento del segundo trimestre se registró en junio (56 pb). Desde abril de 2006 el aumento acumulado ha sido de 220 pb. (Cuadro 6).

Al aumento de la tasa nominal de CDT en junio contribuyó, además del ajuste acumulado en la tasa de Repos, la menor abundancia de recursos, por cuenta de los traslados a la Tesorería General de la Nación. Esta situación se refleja en la mayor participación de las captaciones corporativas (o de Tesorería), las cuales pasaron de representar un 32% del total de las captaciones de CDT en mayo a un 47,5% en junio (Cuadro 6).

Por su parte, la tasa de colocación⁸ promedio se situó en 15,3%, comparada con la de marzo (13,9%). Su aumento desde abril de 2006 acumula 240 pb (Cuadro 6).

Las tasas de mercado aumentaron más rápidamente en mayo y junio que en meses anteriores.

⁸ Calculada por el Banco de la República, se incluyen las carteras comercial, hipotecaria, preferencial, consumo y tesorería, esta última con una ponderación menor.

CUADRO 6

TASA DE INTERÉS NOMINAL

Tasas de captación	Abr-06	Dic-06	Mar-07	May-07	Jun-07	Variación	
						Mensual	Abr-06 a jun-07
Ahorro ordinario	3,60	3,92	4,42	4,63	4,32	(0,30)	0,72
CDT	6,15	6,98	7,80	7,79	8,35	0,56	2,20
A 30 días	2,99	3,50	3,62	4,59	4,99	0,40	1,99
Entre 31 y 44 días	3,89	4,00	4,38	4,86	7,36	2,50	3,47
A 45 días	3,01	5,30	4,35	4,50	4,65	0,15	1,64
Entre 46 y 59 días	4,80	4,10	5,88	3,31	5,03	1,71	0,23
A 60 días	4,10	4,16	4,58	5,24	4,85	(0,39)	0,75
Entre 61 y 89 días	5,69	6,87	7,97	8,25	8,66	0,41	2,97
A 90 días DTF	5,93	6,75	7,52	7,61	8,02	0,41	2,09
Entre 91 y 119 días	6,30	7,32	8,13	8,45	8,77	0,32	2,48
A 120 días	6,31	7,22	7,31	7,82	7,83	0,01	1,53
Entre 121 y 179 días	6,67	7,45	8,25	8,52	8,69	0,17	2,02
A 180 días	6,51	7,18	7,44	7,63	7,70	0,06	1,19
Entre 181 y 359 días	6,83	7,68	8,19	8,19	8,61	0,43	1,78
A 360 días	7,00	7,64	8,20	7,43	8,21	0,78	1,21
Superiores a 360 días	7,20	8,47	9,46	9,62	9,89	0,27	2,69
Capt. CDT red de oficinas	6,08	6,63	7,03	7,14	7,45	0,31	1,37
Capt. CDT de tesorería	6,34	7,87	8,82	8,94	9,35	0,40	3,01
Tasas de colocación							
Tasa de colocación del BR	12,94	13,04	13,92	14,83	15,33	0,51	2,40
Consumo	21,14	19,57	18,52	21,19	21,85	0,66	0,71
Ordinario	15,36	14,24	15,37	16,45	16,88	0,43	1,51
Hipotecaria	13,88	13,02	13,80	14,68	15,21	0,53	1,32
Preferencial	8,73	10,22	11,22	11,71	12,29	0,58	3,57
Tesorería	7,68	9,58	10,54	11,36	11,77	0,41	4,09

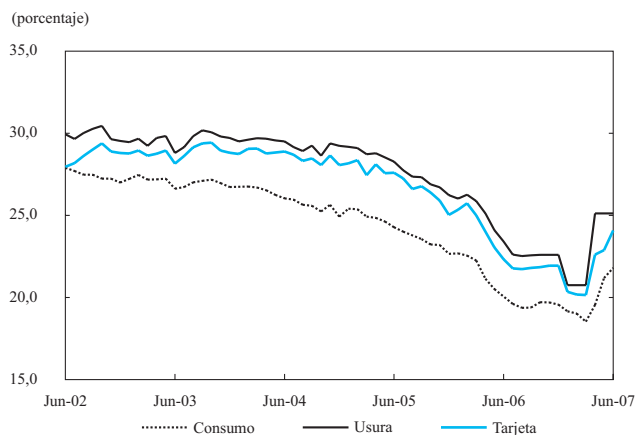
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

Con respecto a las tasas de colocación nominales, conviene señalar dos hechos adicionales:

- i) En junio todas las tasas de interés aumentaron, destacándose las de tarjeta de crédito, las destinadas a consumo y las de construcción de vivienda. En el incremento de junio se debe reconocer el efecto que el incremento de la tasa de usura pudo tener en las tasas de interés de consumo y tarjeta (Gráfico 24).
- ii) La transmisión acumulada de la tasa de política continúa siendo dispersa, influyendo con mayor intensidad en los créditos de más corto plazo (tesorería, 409 pb, y preferencial, 357 pb), seguidos de lejos por los crédito ordinario (151 pb) y de consumo (71 pb) (Cuadro 6). Estas dos últimas carteras han concentrado un importante volumen de recursos, siendo muy beneficiadas por el choque de oferta del crédito.

GRÁFICO 24

TASA DE CONSUMO, TARJETA Y USURA



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

En cuanto a las tasas reales, la transmisión ha sido más lenta, aunque también en este caso se presentó una aceleración de la transmisión en mayo y junio, en parte por la disminución de la inflación.

En particular, en los quince meses pasados las tasas de CDT han aumentado en sólo 127 pb, y las de ahorro han caído en 13 pb. En lo que concierne a las tasas de colocación, la promedio ha subido en 140 pb en este período. Este resultado incluye desde un aumento de 307 pb en los créditos de tesorería hasta un descenso de 27 pb en los créditos de consumo (Cuadro 7). La transmisión ha sido muy poca para el caso del crédito ordinario y negativa para el del hipotecario (adquisición de vivienda).

En junio las tasas reales activas y pasivas de las entidades de crédito se encontraban en niveles similares a los que se tenían cuando se inició el cambio en la postura de política en abril de 2006. Estos niveles, además, son cercanos, o incluso inferiores, a los promedios observados en lo corrido de la presente década, la cual se ha caracterizado por tener una política monetaria holgada y de apoyo a la actividad económica.

Así, por ejemplo, el nivel de la tasa de interés real *ex post* del crédito de consumo se encuentra todavía por debajo de su promedio para el período 2001-2007, mientras que las tasas de interés reales del crédito ordinario apenas llegan al promedio de lo corrido de la década, y sólo las tasas reales del crédito preferencial y de tesorería superan sus promedios para el mismo período (Gráfico 25).

Teniendo en cuenta esos niveles, era difícil que las tasas reales observadas en el segundo trimestre ofrecieron por sí solas, una señal clara para contener el gasto

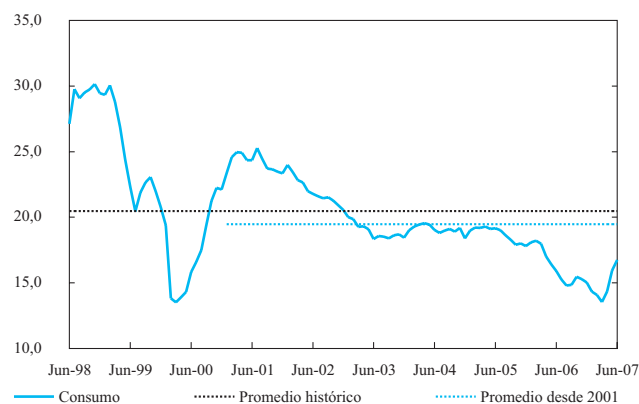
TASA DE INTERÉS REAL DEL IPC SIN ALIMENTOS

	Abr-06	Dic-06	Mar-07	May-07	Jun-07	Variación	
						Mensual	Abr-06 a jun-07
Tasas de captación							
Ahorro ordinario	0,07	(0,03)	0,04	0,10	(0,06)	(0,16)	(0,13)
CDT	2,54	2,92	3,28	3,13	3,80	0,67	1,27
DTF	0,00	0,00	3,02	0,00	0,00	0,00	0,00
Tasas de colocación							
Tasa de colocación del Banco de la República	9,09	8,75	9,15	9,86	10,49	0,63	1,40
Consumo	17,01	15,03	13,55	15,95	16,74	0,79	(0,28)
Ordinario	11,44	9,91	10,53	11,42	11,97	0,55	0,53
Hipotecaria	10,01	8,72	9,03	9,72	10,37	0,65	0,37
Preferencial	5,02	6,04	6,55	6,88	7,58	0,70	2,55
Tesorería	4,02	5,41	5,91	6,55	7,08	0,53	3,06
Tasa de política del Banco de la República	2,39	3,28	3,53	3,90	4,29	0,39	1,90

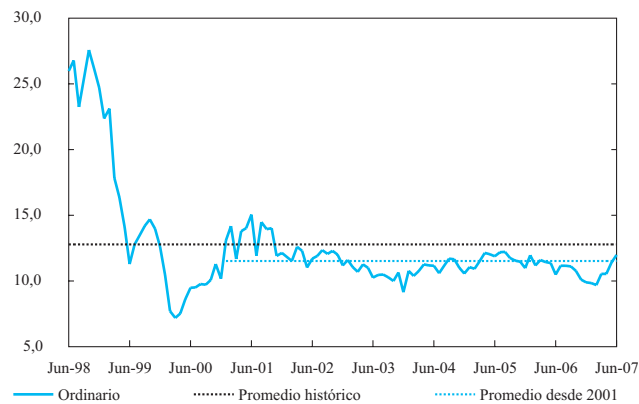
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, cálculos del Banco de la República.

TASAS DE INTERÉS REALES ^{A/}

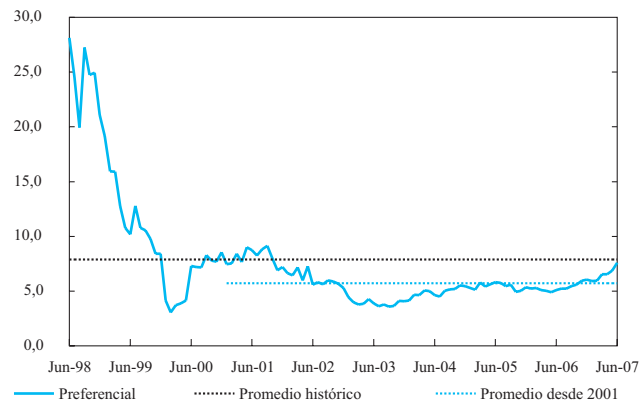
A. CONSUMO



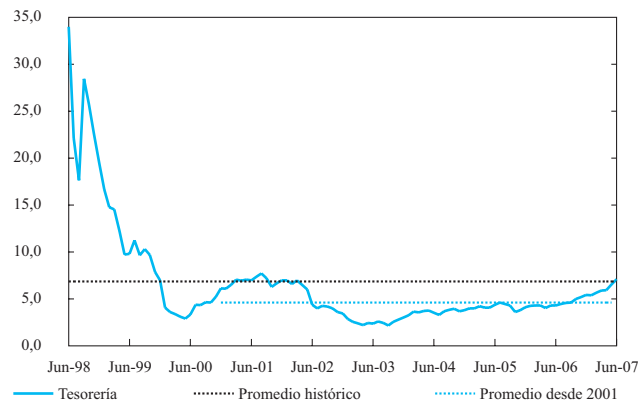
B. ORDINARIO



C. PREFERENCIAL



D. TESORERÍA



a/ Series deflactadas por el IPC sin alimentos.

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

A junio las tasas de interés reales no eran altas en comparación con sus promedios en lo corrido de la década.

agregado. Por lo tanto, y con el propósito de acelerar la transmisión de tasas, la JDBR tomó varias decisiones en materia de encajes en sus reuniones del 6 de mayo y del 15 de junio —las principales características de estas medidas se presentan en el Cuadro 8—. Con respecto a estas medidas hay que tener en cuenta que: i) la modificación del encaje marginal se aplica sobre los incrementos de los saldos de depósitos observados el 7 de mayo de 2007; ii) la vigencia del encaje marginal fue a partir del 8 de mayo, pero con un porcentaje de transición para los ahorros de 12,5% hasta el 10 de julio de 2007, y iii) la unificación del encaje ordinario entre depósitos a la vista y cuentas de ahorro comenzó a regir el 11 de julio de 2007.

Para los próximos meses tres factores reforzarán los aumentos en la tasa de interés de política:

- La actualización de las tasas de usura⁹, que permitirá el aumento de la tasa de interés de los créditos de consumo y de los otorgados con tarjeta.
- La puesta en marcha en julio de las provisiones contracíclicas¹⁰, a partir de la implementación del modelo de referencia de la Superintendencia Financiera de Colombia para la cartera comercial (MRC), aunque estimaciones iniciales sugieren que el impacto será bastante moderado.
- La exigencia de encaje marginal para los depósitos a partir de mayo, cuyo impacto como moderador del crédito está sujeto a la forma como las entidades de crédito adaptan el manejo de sus activos y pasivos (este efecto se empezará a observar a partir de julio).

CUADRO 8

ENCAJE ORDINARIO Y MARGINAL (PORCENTAJE)

	Encaje ordinario		Encaje marginal	
	Anterior	Actual ^{a/}	Anterior	Actual ^{a/}
Cuentas corrientes y otras exigibilidades a la vista	13,0	8,3		27,0
Cuentas de ahorro	6,0	8,3		27,0
CDT	2,5	2,5		5,0

a/ Encajes modificados por las resoluciones externas 3, del 6 de mayo de 2007, y 7, del 15 de junio de 2007, de la JDBR.
Fuente: Banco de la República

⁹ A junio las tasas de usura se encontraban en 25,1% para los créditos de consumo y ordinario y en 33,9% para el microcrédito.

¹⁰ Circular Externa 035 de octubre de 2006, Superintendencia Financiera de Colombia.

III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

En el escenario base de este informe se prevé un contexto externo favorable para Colombia, sustentado en términos de intercambios altos y recursos de capital externos abundantes. Sin embargo, la mayor aversión al riesgo observada en semanas recientes aumenta la incertidumbre de estos pronósticos.

La proyección de crecimiento para 2007 aumentó y ahora se prevé una expansión para este año similar a la de 2006. Estos resultados son compatibles con una moderación del crecimiento en el segundo semestre del año, que facilitaría el cumplimiento de las metas de inflación en el largo plazo.

La inflación seguirá reduciéndose en el segundo semestre del año y en 2008 gracias a un mejor comportamiento de los precios de los alimentos perecederos, principalmente. Aún así, se espera que la inflación de no transables continúe alta por un tiempo, como resultado de las presiones inflacionarias de demanda observadas hasta ahora. No se anticipan aumentos en la inflación por cuenta del tipo de cambio.

La política de aumentos de tasas de interés contribuirá a reducir las presiones de demanda en los próximos trimestres, teniendo su mayor efecto en 2008. El nivel actual de las expectativas de inflación todavía es un riesgo para la estabilidad de precios en el futuro.

A. CONTEXTO INTERNACIONAL

En lo corrido del año el ritmo de crecimiento económico mundial superó las expectativas del mercado. El mayor dinamismo observado en la zona del euro y otras economías emergentes, como China, ha obligado a aumentar sus pronósticos para lo que resta del año. Simultáneamente, la fortaleza de la demanda global ha hecho que los precios de la mayoría de materias primas se incrementen aún más o que se mantengan en niveles muy altos. En este contexto, han surgido presiones inflacionarias en varios países; lo que ha conducido a aumentos en las tasas de interés observadas y esperadas.

En los últimos meses surgieron presiones inflacionarias en varios países que han producido aumentos en las tasas de interés.

Para los próximos trimestres se prevé que la economía de los Estados Unidos continúe expandiéndose, favoreciendo el crecimiento de la economía mundial. Luego de un débil comienzo de año, la economía estadounidense volvió a mostrar signos de fortaleza durante el segundo trimestre, cuando el crecimiento fue de 3,4% debido al dinamismo de la inversión no residencial, del gasto público y de la demanda externa. Su recuperación debe continuar durante lo que resta del año, aunque de manera gradual, dados los problemas que todavía presenta el sector residencial, el cual volvió a contraerse en el segundo trimestre.

Así, para 2007, se espera que el PIB en los Estados Unidos aumente 2,1% y 2,9% para 2008 (Cuadro 9). La economía seguirá impulsada por el consumo de los hogares, el cual deberá mostrar un crecimiento aceptable en estos dos años, aunque un poco menor que el reportado para 2006 como consecuencia del efecto riqueza asociado con los menores precios de vivienda y por los altos precios de la gasolina. La expansión del consumo estará acompañada por una fuerte demanda externa y por una inversión no residencial relativamente dinámica.

La zona del euro y Japón tuvieron un buen desempeño durante el primer trimestre (2,4% y 3,3%, respectivamente) y se espera que esta tendencia no cambie mucho para lo que resta del año. En el caso de la economía europea los pronósticos de crecimiento han aumentado frente a lo esperado hace tres meses, y ahora se

CUADRO 9

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

	Observado 2006	Pronósticos para			
		2007, a:		2008, a:	
		Jul-07	Abr-07	Jul-07	Abr-07
Principales socios					
Estados Unidos	3,3	2,1	2,4	2,9	3,0
Zona del euro	2,7	2,7	2,3	2,3	2,1
Ecuador	4,5	3,3	3,4	3,0	3,2
Venezuela	10,3	7,0	6,8	3,8	3,5
Otros socios					
Japón	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2
China	10,5	10,4	9,7	9,8	9,6
Perú	7,2	7,0	6,6	5,9	5,7
México	4,7	3,1	3,4	3,6	3,7
Chile	4,3	5,7	5,1	5,2	5,0
Argentina	8,4	7,6	7,5	5,8	5,6
Brasil	2,8	4,2	3,6	4,2	3,7
Bolivia	4,1	4,5	4,6	4,1	4,1
Países desarrollados	3,2	2,2	2,4	2,8	2,8
Países en desarrollo	7,3	5,5	5,4	4,0	3,9
Total socios comerciales	4,7	4,1	4,1	4,0	3,9

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

sitúan en 2,7% para 2007 y 2,3% para 2008. Para Japón las proyecciones se mantuvieron inalteradas en 2,3% para el presente año y 2,2% para el próximo (Cuadro 9). En ambas economías se prevé un buen comportamiento para la inversión, el consumo y las exportaciones, tal como viene sucediendo desde hace varios trimestres.

El excelente comportamiento de la demanda mundial en lo corrido del año, y las mayores previsiones para el segundo semestre y para 2008, han aumentado las presiones sobre los precios del petróleo y otros *commodities*. En el caso del petróleo se suman algunos problemas en la producción (en Nigeria e Irán, junto con la crisis política en Palestina) y los recortes realizados por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) a comienzos de este año, todo lo cual ha llevado los precios a niveles superiores a los US\$70 por barril, valor por encima de lo esperado en el informe de marzo (Gráfico 26). Teniendo en cuenta lo anterior, las proyecciones del precio para este informe han aumentado: ahora se espera que el West Texas Intermediate (WTI) se sitúe en US\$66 por barril para 2007, y en US\$67,8 para 2008.

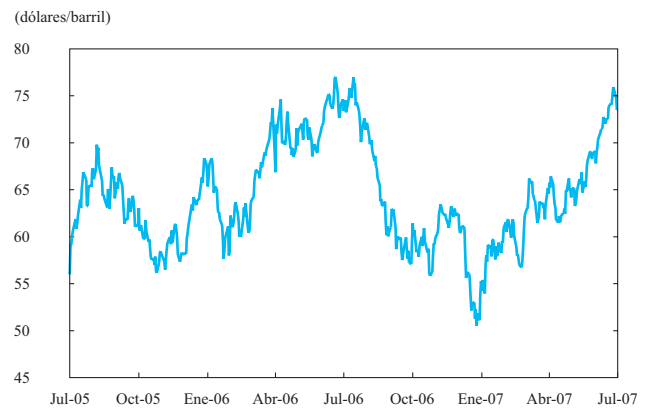
Con respecto a los precios de los *commodities* (excluyendo energía), los pronósticos también mejoraron de manera importante frente a lo esperado hace tres meses. Según *The Economist Intelligence Unit* (EIU), para 2007 dichos precios crecerían 11,1%, comparado con el a 6,1% contemplado en el informe de marzo. Los pronósticos todavía incluyen una moderada disminución para 2008, aunque desde un nivel muy alto (Gráfico 27).

En el caso de los principales bienes de exportación de Colombia, las proyecciones tanto para el presente como para el próximo año presentaron aumentos relevantes frente al informe de marzo, especialmente en los casos de carbón, ferroníquel y petróleo. En cuanto al café las proyecciones no son tan favorables; sin embargo, podrían estar algo subestimadas dadas las noticias recientes sobre el eventual recorte en la oferta mundial del grano para los próximos trimestres (Cuadro 10).

La fuerte demanda en una gran parte de países y los altos precios de los *commodities* han aumentado los riesgos hacia una mayor inflación en muchas economías, tanto desarrolladas como emergentes. En los Estados Unidos, si bien la inflación básica ha continuado con una tendencia descendente, ésta no ha sido muy marcada, lo cual no parece ser suficiente para la

GRÁFICO 26

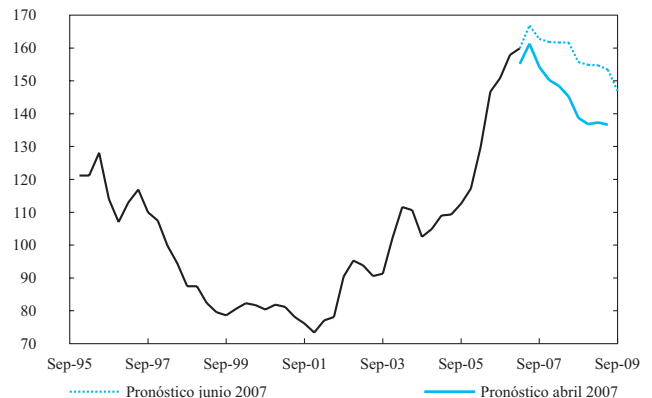
PRECIO DEL PETRÓLEO (WTI),
BOLSA DE NUEVA YORK



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 27

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



Fuente: *The economist Intelligence Unit*.

PRECIOS INTERNACIONALES

	2005	2006	Proyección actual ^{a/}		Proyección anterior ^{b/}	
			2007	2008	2007	2008
Café (<i>ex dock</i>) (dólares por libra)	1,2	1,2	1,2	0,9	1,2	0,9
Petróleo (dólares por barril)	49,8	58,3	54,1	61,4	51,3	47,9
Carbón (dólares por tonelada)	47,8	48,0	51,5	49,1	48,8	45,9
Ferróniquel (dólares por libra)	2,4	3,6	6,6	4,3	6,1	4,7
Oro (dólares por onza <i>troy</i>)	445,0	604,6	655,3	690,3	690,3	725,3

a/ Balanza de pagos estimada en julio de 2007.

b/ Balanza de pagos estimada en abril de 2007.

Fuente: Banco de la República.

autoridad monetaria. Por ello se espera que la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) mantenga sus tasas de interés inalteradas en 5,25% durante lo corrido del año.

De otro lado, en Europa las presiones sobre precios podrían llegar a ser más preocupantes de continuar la aceleración de la inflación básica observada en los últimos meses. Para evitar esto el Banco Central Europeo deberá realizar algunos ajustes adicionales en sus tasas de interés de intervención (a julio se encontraban en 4%). El caso de Japón es especial, pues a pesar de que la inflación básica no ha repuntado, no se descartan aumentos graduales en las tasas, dado la necesidad de la autoridad monetaria por controlar cualquier presión futura en los precios.

Además de las economías señaladas, otros países como Canadá, Reino Unido y Chile también han empezado a restringir su política monetaria para controlar presiones inflacionarias al alza. Dicho fenómeno también se ha empezado a observar en economías que han gozado de un fuerte crecimiento con baja inflación por varios años. El caso más evidente es el de China, que ha visto repuntar la inflación durante los últimos meses de manera preocupante, a la par con la aceleración del crecimiento. Este sorprendió a los mercados por su fortaleza durante el segundo trimestre (11,9%) y hacia el futuro no parece que vaya a ayudar a moderar las presiones sobre precios, ya que las proyecciones se mantienen muy altas (10,4% para 2007 y 9,8% para 2008). Así, es probable que las autoridades monetarias chinas tengan que realizar mayores ajustes en su política monetaria y permitir una mayor apreciación del yuan.

Pese a las expectativas de mayores tasas de interés, el panorama para las economías emergentes de América Latina continúa siendo alentador. Los términos de intercambio se mantienen en niveles históricamente altos y la demanda para sus productos de exportación presenta un gran dinamismo, todo lo cual ha evitado que se acumulen desbalances externos grandes. En cuanto al crecimiento, éste ha superado todas las expectativas, por lo que las proyecciones para lo que resta de

2007 y para todo 2008 han tendido a aumentar, especialmente en los casos de Brasil, Chile y Perú.

En Venezuela también se registró un ligero aumento en el crecimiento esperado para 2007 por el informe de marzo (de 6,8% a 7%). Para lo que resta del año y para 2008 los mercados esperan un menor dinamismo en el crecimiento del PIB de ese país; no obstante estas previsiones pueden ser excesivamente pesimistas de continuar aumentando el precio del petróleo. Con respecto a Ecuador, su crecimiento continúa muy moderado y no se esperan cambios en esta tendencia en lo que resta del año y en 2008.

Dado lo anterior, el escenario base de este informe es similar al contemplado en el informe de marzo. En esencia supone aumentos en las tasas de interés internacional y alguna reducción de la liquidez, especialmente durante 2008; sin embargo, todavía se considera que estas alzas serán moderadas y que harán parte de una normalización de la situación monetaria mundial, en lugar de corresponder a un apretón fuerte de la liquidez. Por tanto, no se esperan cambios radicales en los flujos de capital para Colombia y para las demás economías emergentes en lo que resta del año y para el siguiente.

El escenario base presenta dos riesgos principales que aumentan la incertidumbre de los pronósticos actuales, a saber:

1. Los problemas que actualmente enfrenta el crédito hipotecario en los Estados Unidos podrían extenderse a otros segmentos del mercado financiero y a la economía real. En un escenario como este sería altamente probable un aumento fuerte de la aversión al riesgo, el cual podría afectar el desempeño de la economía estadounidense y que terminaría golpeando los términos de intercambio de las economías emergentes y los flujos de capital hacia ellas. Cabe señalar, sin embargo, que la posibilidad de que este riesgo se materialice no es aún grande dado que el crédito con problemas aún representa una parte pequeña de dicha economía norteamericana.
2. La inflación en los Estados Unidos podría estacionarse por encima de las metas implícitas de la Fed, presionada por los altos precios del petróleo y otras materias primas, por la alta utilización de capacidad y por un mercado laboral aún estrecho. En estas condiciones es probable que la autoridad monetaria realice nuevos ajustes en las tasas de interés, lo que podría limitar el acceso a recursos externos para las economías emergentes.

B. CRECIMIENTO INTERNO

A la fecha de redacción de este informe no se conocía la cifra de crecimiento para el segundo trimestre, pero se espera que pueda ser ligeramente inferior al dato observado en el primer trimestre. Este pronóstico se sustenta en el comportamiento de

En este informe no se esperan cambios radicales en los flujos de capital hacia Colombia...

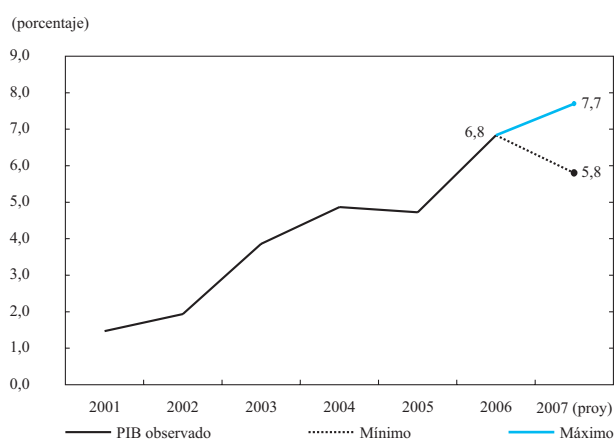
... sin embargo, los eventos recientes aumentaron la incertidumbre en el contexto externo.

los diversos indicadores disponibles a la fecha. Dado lo anterior, en el escenario base se proyecta un crecimiento del PIB entre 5,8% y 7,7% para todo 2007 (Gráfico 28), un punto central de 6,6% (Cuadro 11). Este pronóstico supera al considerado en el informe anterior, en el cual se situaba entre 5,0% y 6,5%. El sesgo hacia un mayor crecimiento se explica por mayores inversiones privada y pública y por una demanda externa más dinámica, sobre todo en Venezuela. El crecimiento que se prevé ya tiene en cuenta el ajuste del gasto público anunciado por el Gobierno para 2007.

En general, se espera que los diferentes componentes del gasto continúen mostrando un comportamiento favorable en todo 2007, aunque se prevé alguna moderación durante el segundo semestre que sería consistente con la estrategia de política monetaria actual.

GRÁFICO 28

CRECIMIENTO ANUAL REAL DEL PIB



(proy) proyectado.
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Para el caso del consumo de los hogares, la información de los indicadores de confianza del consumidor de Fedesarrollo sugiere un menor ritmo de crecimiento en los próximos meses (Gráfico 29). La información de las ventas registrada en la Encuesta de comercio al por menor del DANE también apunta en esta dirección. A pesar de ello, se estima que esta variable puede crecer 6,6% para todo 2007, lo que continúa siendo un desempeño muy favorable (Cuadro 11) y similar al registrado en 2006.

La inversión todavía será un importante motor de crecimiento en lo que resta de 2007: el comportamiento de las importaciones de bienes de capital en lo corrido

CUADRO 11

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

	2003	2004	2005	2006	2007 (proy)
Consumo final	1,7	4,8	4,9	5,5	5,5
Hogares	2,4	6,0	5,0	6,6	6,6
Gobierno	(0,3)	1,1	4,3	2,1	1,8
Formación bruta de capital	14,7	15,6	18,7	26,9	23,2
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	15,4	15,0	18,9	18,2	21,8
FBCF sin obras civiles	15,9	22,0	16,7	18,5	22,0
Obras civiles	14,0	(7,9)	28,7	17,2	21,3
Demanda interna	3,7	6,6	7,4	9,8	9,6
Exportaciones totales	5,7	10,0	7,0	7,8	10,0
Importaciones totales	4,7	19,8	19,9	20,8	21,0
PIB	3,9	4,9	4,7	6,8	6,6

(proy) proyectado.
Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

del año así lo sugiere para el caso de la inversión privada (Gráfico 30). En cuanto a la inversión pública, el inicio de varias obras de infraestructura asegura una sólida expansión para el resto del año. En conjunto se espera que en 2007 la formación bruta de capital fijo (FBCF) se incremente 21,8% este año, cifra mayor que la registrada en 2006 (18,2%).

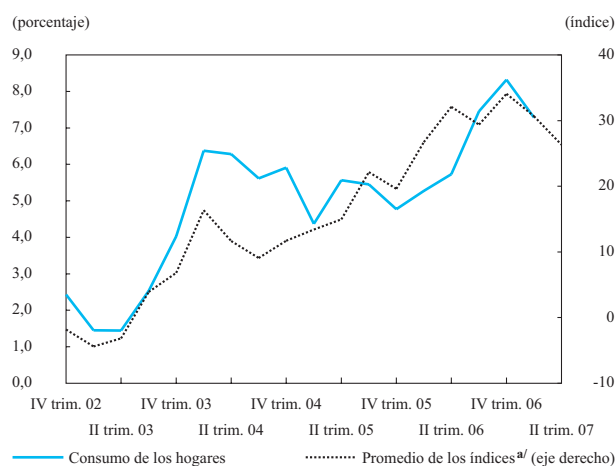
El ciclo favorable de la inversión está fuertemente relacionado con el abaratamiento de los bienes de capital, tanto por la apreciación como por los bajos precios internacionales asociados con estos bienes y por las exenciones tributarias sobre reinversión de utilidades. Adicionalmente, buena parte del crecimiento en las importaciones de bienes de capital está dirigida al sector exportador colombiano, permitiendo una expansión de la capacidad productiva para abastecer la demanda externa.

Como es de esperarse, con crecimientos considerables de la inversión y del consumo de los hogares, las importaciones deben mostrar una expansión igualmente importante. En 2007 se espera que aumenten 21%, manteniendo la tendencia que trae desde 2004 (Cuadro 11). Por otra parte, el fuerte dinamismo que continuaría con la demanda mundial, y en particular en la venezolana (que exhibe un crecimiento cercano al 20%), hace prever una evolución positiva para las exportaciones colombianas en los próximos trimestres. Aun así, no se descarta que la apreciación del peso afecte el desempeño de las exportaciones hacia ciertos destinos, especialmente a los Estados Unidos y a Ecuador; se espera que las ventas al exterior, con un crecimiento crezcan 10% para todo 2007, por encima de lo observado en 2006 (7,8%)(Cuadro 11).

C. BALANZA DE PAGOS

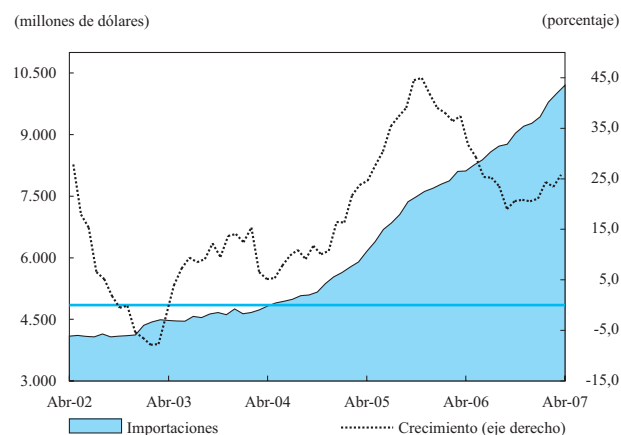
Para el año 2007 se estima que el déficit en cuenta corriente ascienda a US\$6.610 m (4,0% del PIB anual), lo cual implica una corrección en el desbalance externo, frente a lo registrado en el primer trimestre del año (4,6% del PIB trimestral). Esta mejoría supone una desaceleración en el ritmo de crecimiento de las importaciones durante la segunda mitad del año, la cual estaría asociada con el menor dinamismo esperado para el consumo privado como consecuencia del aumento de las tasas de interés. Por otra parte, se espera que los ingresos de los próximos trimestres por concepto de exportaciones superen a los registrados durante el primer trimestre del año, por efecto de los continuos aumentos en los precios internacionales de

CONSUMO DE LOS HOGARES Y ENCUESTA DE CONSUMO DE FEDESARROLLO



a/ promedio los índices de consumo de Fedesarrollo: índice de confianza del consumidor (ICC), de expectativas de consumo (IEC) y de condiciones económicas (ICE) respectivamente. Fuente: Fedesarrollo, cálculos del Banco de la República.

IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL (ACUMULADO DOCE MESES)



Fuente: DANE.

Para 2007 se espera un déficit en cuenta corriente como porcentaje del PIB de 4%.

los productos básicos y por una mayor demanda de productos colombianos por parte de Venezuela.

Por el lado de la cuenta de capitales, la confianza de los inversionistas internacionales en el buen desempeño de la economía colombiana permite suponer que los ingresos de recursos del exterior, en forma de inversión extranjera directa (IED), continuarán siendo la principal fuente de financiamiento, con magnitudes que podrían llegar a superar las del año 2006. Así mismo, el déficit en cuenta corriente será también financiado tanto con flujos del sector público como del sector privado.

Finamente, vale la pena mencionar que durante el segundo semestre de 2007 se seguirán viendo los efectos de las medidas adoptadas por el Banco de la República y el Gobierno para desincentivar las entradas de capitales especulativos (de corto plazo). En los próximos meses del año las entradas de capitales de corto plazo habían aumentado atraídas por el diferencial de rentabilidades externa-interna. Sin embargo, a partir de mayo estas entradas se redujeron de manera importante. Es por esta razón que para todo el año se proyectan ingresos de capital del sector privado sin IED, por valor de US\$2.060 m, mientras que a marzo se registró un valor de US\$1.864 m.

Los pronósticos para la inflación total y básica aumentaron.

D. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

1. Pronósticos

En esta sección se muestra la proyección de inflación del Banco de La República a un horizonte de ocho trimestres. Como es usual, los pronósticos corresponden a los de un escenario base cuyos supuestos fueron presentados en las secciones precedentes. Además consideran una política monetaria activa que permita la convergencia de la inflación a la meta de largo plazo (alrededor de 3%).

Los nuevos pronósticos de inflación para el resto de 2007 y para todo 2008 presentados en este informe son más altos que los expuestos en el informe de marzo. Las alzas sucedieron en cuatro de las cinco subcanastas en que se divide el IPC, pero fueron particularmente importantes en el caso de alimentos y en índice de no transables sin alimentos ni regulados. En particular, para diciembre de 2007 el pronóstico de la inflación de alimentos aumentó de 7,0% a 7,7%, mientras que para el IPC de no transables fue de 4,9% a 5,4%. Para la inflación de transables sin alimentos ni regulados también se presentaron incrementos, pero en menor magnitud. Con estos resultados, el pronóstico para la inflación sin alimentos se situó en 4,3% en diciembre, dentro del rango meta (3,5% a 4,5%). La inflación total prevista se mantuvo por encima del techo del rango meta (Cuadro 12).

Las razones que explican el aumento en los pronósticos son:

1. Mayores presiones sobre la capacidad productiva de la economía en lo que resta del año, comparado con lo previsto en informes anteriores. Esto resulta del aumento significativo en las estimaciones de crecimiento para este

PRÓNOSTICOS DEL MODELO CENTRAL (MMT) [^]
(PORCENTAJE)

	Inflación total	Inflación de alimentos	Inflación sin alimentos			Brecha del producto	
			Total	No transables	Transables		Regulados
Mar-07	5,8	8,9	4,4	4,9	2,0	7,5	2,9
Jun-07	6,1	9,7	4,4	5,1	1,8	7,5	2,6
Sep-07	5,3	8,2	4,0	5,5	1,3	5,3	2,4
Dic-07	5,3	7,7	4,3	5,4	1,7	5,7	2,3
Mar-08	4,6	5,3	4,2	5,5	1,7	5,8	1,9
Jun-08	4,2	4,1	4,3	5,6	1,8	6,2	1,4
Sep-08	4,2	4,1	4,3	5,6	2,0	5,5	0,8
Dic-08	4,1	4,2	4,1	5,2	2,2	4,8	0,3
Mar-09	4,0	4,1	4,0	5,0	2,5	4,2	(0,2)
Jun-09	3,9	3,9	3,9	4,7	2,8	3,5	(0,5)

a/ Estos pronósticos se construyen bajo una política monetaria que busca garantizar el cumplimiento de las metas de inflación en el largo plazo.
Fuente: Banco de la República.

año, lo que se refleja en una estimación más grande de la brecha del producto. Dichos cambios se han traducido en un aumento de la inflación de no transables sin alimentos ni regulados, principalmente, pero también están repercutiendo en la inflación de otros segmentos del IPC (como el de alimentos procesados).

2. Aumento en los pronósticos de precios internacionales de alimentos, al igual que una mayor influencia de la demanda externa, especialmente de la que proviene de Venezuela. Ambos factores han conducido a un aumento en las proyecciones para alimentos procesados.
3. Contrario a lo que se esperaba, el efecto de la apreciación acumulada de finales de 2006 y de lo corrido de 2007 no se ha reflejado en un descenso proporcional en la inflación de transables sin alimentos ni regulados. La subestimación permanente de esta variable ha aumentado un poco los pronósticos de inflación para 2007.

Un rasgo importante de los nuevos pronósticos es que supone un aumento más prolongado de la inflación de alimentos procesados, comparado con informes anteriores, lo cual obedece a que estos precios deberán seguir sometidos durante más tiempo a las presiones de las demandas interna y externa (Venezuela), y a los altos precios internacionales. Aún así, estas presiones deberán ceder paulatinamente en 2008 en respuesta al ajuste efectuado en las tasa de interés, con lo cual la inflación de alimentos se reducirá a niveles más cercanos a las metas.

Por otro lado, con la desaparición del fenómeno de El Niño se estima que la inflación de alimentos perecederos retornará a niveles inferiores al 5% en el transcurso

Los pronósticos actuales prevén un aumento más prolongado de los precios de los alimentos procesados.

En este informe aumentó la proyección para la inflación de no transables sin alimentos ni regulados.

del tercer trimestre. Esta tendencia es similar a la contemplada en los dos informes anteriores. Pese ello, la desinflación esperada de los alimentos perecederos desempeña un papel menor en los pronósticos de inflación total, dado el mayor peso que asumen las presiones derivadas de la demanda y de los precios externos.

En general, las proyecciones muestran una senda de inflación anual que disminuye durante el tercer trimestre del año, pero que se mantiene estable para el cuarto. Este comportamiento se explica por que la inflación del cuarto trimestre del año pasado fue muy baja (debido a regulados, principalmente), lo que reduce las probabilidades de observar una caída de la inflación anual en el mismo período del presente año.

Para 2008 se espera que la inflación continúe convergiendo lentamente a las metas de largo plazo, en buena parte gracias al comportamiento de la inflación de alimentos. Si embargo, la reducción será más lenta que la contemplada en el informe de marzo, debido a la existencia de presiones inflacionarias permanentes en alimentos y en no transables, como ya se mencionó. En el caso de alimentos esta evolución no supone aumentos adicionales en los precios externos.

El pronóstico de la inflación de no transables sin alimentos ni regulados se aumentó en este informe, para 2008. Ello obedeció al mayor crecimiento previsto en 2007 y a la ampliación de la brecha del producto resultante. Como se informó en secciones precedentes, desde hace varios trimestres la demanda agregada ha crecido por encima de su capacidad productiva, lo que ha hecho que surjan presiones de demanda, a pesar de los reajustes en las tasas de interés. El aumento en el crecimiento proyectado hace más probable que dichas presiones se prolonguen por un tiempo mayor que lo contemplado inicialmente.

Los pronósticos muestran que la inflación de no transables sin alimentos ni regulados permanecería durante todo 2008, por encima del rango anunciado por la JDBR para fijar la meta de ese año (entre 3% y 4%). Se prevé que la inflación de no transables alcance su máximo entre finales de este año y comienzos de 2008 y que empiece a reducirse hacia el segundo. Dicha senda tiene implícita una moderación del crecimiento interno durante el segundo semestre de 2007 y en 2008, en respuesta a los ajustes efectuados en las tasas de interés. Ello debe permitir el cierre gradual de la brecha del producto a partir de septiembre. Cabe señalar que diversas estimaciones realizadas por el Banco de la República muestran que la respuesta máxima de la inflación de no transables a los ajustes en la tasa de interés se da en un período de seis trimestres aproximadamente.

De acuerdo con los pronósticos del escenario base de este informe, durante 2008 la inflación al consumidor seguirá favorecida por las bajas presiones del tipo de cambio; con lo que la inflación de transables sin alimentos ni regulados permanecerá muy por debajo de la meta de largo plazo a lo largo del año.

Por otro lado, persistirán algunas presiones asociadas con los altos precios internacionales de los combustibles, que continuarán manifestándose a través

Los pronósticos de inflación suponen una moderación en el crecimiento a partir del segundo semestre del año.

de reajustes en el precio interno de los combustibles superiores al 5%. El efecto principal de este fenómeno sobre la inflación al consumidor se sentirá en las tarifas del transporte público. Hay que tener en cuenta que en este informe no se prevén aumentos adicionales en los precios externos de los combustibles, en lo que queda de 2007 ni en 2008.

No se prevén aumentos adicionales en el precio externo de los combustibles.

Así las cosas, para 2008 la inflación sin alimentos continuará un poco por encima del 4%, con una ligera tendencia decreciente hacia finales de año. Estos resultados tienen implícito una transmisión de tasas de interés relativamente rápida comparada con la que se observó en los quince meses pasados, y mayor que la contemplada en el informe de marzo.

2. Riesgos

El escenario central presentado en las secciones precedentes enfrenta riesgos en ambas direcciones:

Los riesgos al alza:

- El riesgo alcista más importante en este informe continúa siendo una expansión de la demanda agregada más fuerte que la prevista, junto con el efecto que esto tendría sobre la inflación de demanda. Este riesgo se fundamenta en el fuerte crecimiento que aún exhibe el crédito, pese a la desaceleración observada en mayo y junio, y el nivel relativamente bajo que todavía muestran las tasas de interés real. A lo anterior se suman otros factores como la fuerte inversión pública que se prevé para lo que resta del año. Dichas circunstancias pueden mantener el crecimiento del gasto por encima de la capacidad productiva de la economía.
- Las expectativas de inflación continúan altas (5%) en relación con la meta de 2007, y es probable que se mantengan en este nivel el resto del año dados los pronósticos de inflación. Este hecho puede repercutir en negociaciones salariales y de precios que no tengan en cuenta las metas del banco y podría adelantar los aumentos salariales que usualmente se pactan a finales de año. Todo ello demoraría la convergencia de la inflación hacia la meta de largo plazo.
- Aunque los salarios no parecen ser aún fuente de presiones inflacionarias, sí podrían serlo hacia un futuro no muy lejano, si se tiene en cuenta que la oferta de trabajo está creciendo a un ritmo muy lento tal como lo sugiere la disminución de la tasa global de participación (TGP) desde hace varios meses. El riesgo podría aumentar si la demanda de trabajo a nivel nacional, crece a un ritmo similar al que ya se observa en sectores específicos como la industria y el comercio.
- Los precios de los alimentos no están exentos de presiones durante el segundo semestre. Una de ellas podría provenir de nuevos aumentos en los

Las altas expectativas de inflación constituyen un riesgo para 2008.

Los acontecimientos recientes en mercados financieros mundiales aumentan la incertidumbre de los pronósticos.

precios internacionales, dado el dinamismo de la demanda mundial y de la mayor demanda por biocombustibles: en junio se observaron repuntes en algunos precios que no fueron incorporados en nuestros pronósticos. Otra presión podría originarse en el ciclo ganadero, el cual debería entrar en una nueva fase de retención próximamente: la reducción de la oferta resultante ejercería mayores presiones sobre el precio de la carne, un elemento muy importante en la canasta del IPC.

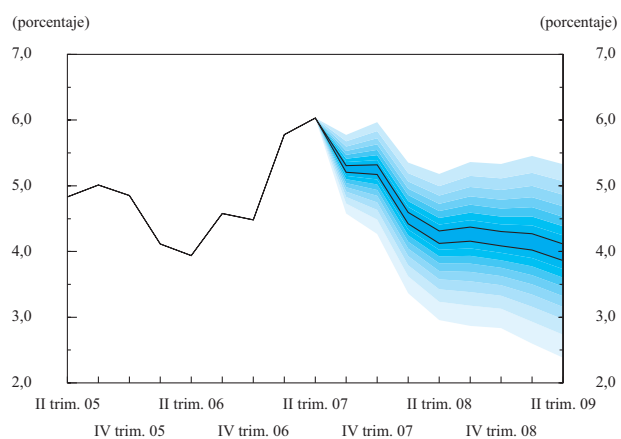
Los riesgos a la baja son:

- La reducción de precios de los alimentos perecederos en la segunda mitad de 2007 puede ser mayor que la prevista en el escenario base, dado el fuerte repunte que estos registraron a comienzos de año. De experiencias anteriores se sabe que existe una correlación alta entre la magnitud de los aumentos de los precios asociados con El Niño y la magnitud de las reducciones posteriores.
- Existe la posibilidad de que los modelos estén subestimando la velocidad de respuesta de la economía ante los ajustes observados en la tasa de interés. Si a esto se suma algún riesgo por una eventual sobrestimación de la brecha del producto dado el crecimiento de la inversión en años recientes, es posible que el pronóstico de canastas como el IPC de no transables sin alimentos ni regulados, contemplado en el escenario base, sea alto.

Cuando se producía este informe surgían noticias sobre los problemas que enfrentaba el mercado de crédito hipotecario en los Estados Unidos y el posible contagio que podría generarse sobre otros mercados de crédito y de activos, tanto en dicho país como en otras economías desarrolladas. A raíz de esto, la percepción de riesgo en los mercados financieros estaba en aumento, lo que amenazaba con alterar las expectativas de crecimiento mundial. En el balance de riesgos anterior no se alcanzó a incorporar esta nueva coyuntura; sin embargo, hay que señalar que las consecuencias para Colombia pueden ser muy diversas y apuntar en diferentes direcciones en cuanto a los pronósticos de inflación. En principio, estos eventos aumentan la incertidumbre de los pronósticos.

En el Gráfico 31 se presenta el balance de riesgos condensado en el *Fan Chart* y en la tabla de probabilidades anexa., cuyos resultados tienen implícito una política monetaria activa que se ajusta para garantizar el cumplimiento de las metas de inflación en el largo plazo. En general, el *Fan Chart* muestra un balance de riesgo equilibrado, pero con un nivel de incertidumbre asociado más alto. Además de la razón anotada anteriormente, este aumento en la incertidumbre obedece a la revisión de la canasta del IPC que estaría efectuando el DANE y que empezaría a aplicarse a partir del próximo año, según lo anunciado por la entidad. Tal modificación seguramente implicará la introducción de nuevos bienes y servicios en el IPC, y puede modificar la ponderación de sus diferentes subcanastas. Estos ajustes pueden producir cambios —hacia arriba o hacia abajo— en la medición de la inflación, los cuales no estarían asociados a ningún factor macroeconómico, y que deberían, en parte, ser interpretados como choques temporales.

En 2008 podrían haber cambios en la inflación por la introducción de la nueva canasta del DANE.

**DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDADES
DEL PRONÓSTICO DE LA INFLACIÓN (FAN CHART) ^{a/}**

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

Rangos de inflación (%)	Probabilidad (%)	
	Diciembre 2007	Diciembre 2008
mayor a 5,5	32,8	7,1
menor a 5,5	67,2	92,9
menor a 5,0	33,8	81,9
menor a 4,5	10,5	63,7
menor a 4,0	1,9	41,0
menor a 3,5	0,2	20,4
menor a 3,0	0,0	7,5

a/ Estos pronósticos se construyen bajo una política monetaria que busca garantizar el cumplimiento de las metas de inflación en el largo plazo.
Fuente: Banco de la República.

¿QUÉ OCURRE SI UN BANCO CENTRAL RESPONDE
A LA TENDENCIA DE LA BRECHA Y NO SÓLO AL NIVEL
DE LA MISMA Y A LA INFLACIÓN?

Andrés González
Juan David Prada
Diego Rodríguez*

Esta nota tiene como objetivo determinar el efecto que tendría utilizar como indicador del desempeño de la economía la tendencia de la brecha del producto en lugar de su nivel para determinar la tasa de interés de un banco central. La pregunta surge al observar el comportamiento reciente de algunas variables financieras y reales que indicarían una desaceleración de la economía, pero que, sin embargo, muestran que el nivel de producción actual es superior al de largo plazo.

Para responder a esta pregunta se compara la volatilidad que tendrían la brecha del producto y la desviación de la inflación con respecto a su meta en un modelo de equilibrio general dinámico y estocástico, en donde la autoridad monetaria sigue una de dos reglas alternativas. En la primera se supone que ésta fija su tasa de interés con base en el comportamiento reciente del nivel de la brecha del producto y de la desviación de la inflación con respecto a su meta. En la segunda, el banco central sigue, al igual que en la regla anterior, el comportamiento de la inflación, pero en lugar de responder al nivel de la brecha responde a sus variaciones.

El modelo de equilibrio general usado en esta nota se puede describir mediante las siguientes ecuaciones:

$$(1) \quad x_t = \rho_x x_{t-1} + (1 - \rho_x) E_t x_{t+1} - \beta (i_t - E_t \pi_{t+1}) + \varepsilon_{xt}$$

$$(2) \quad \pi_t = \rho_\pi \pi_{t-1} + (1 - \rho_\pi) E_t \pi_{t+1} + \kappa x_t + \varepsilon_{\pi t}$$

en donde x_t es el nivel de la brecha del producto, definida como la diferencia entre el producto observado y el nivel de largo plazo; i_t es la brecha de la tasa de interés nominal, entendida como la diferencia entre la tasa de interés nominal observada y su nivel de largo plazo; π_t es la desviación de la inflación con respecto a la meta o brecha de inflación y, por último, $E_t \pi_{t+1}$ y $E_t x_{t+1}$ son las expectativas de las desviaciones de la inflación y de la brecha del producto, dada la información hasta t .

* Los autores son, en su orden: director y profesionales del Departamento de Modelos Macroeconómicos, Subgerencia de Estudios Económicos.

La ecuación (1) representa la curva IS de la economía, según la cual la brecha del producto es función de su nivel pasado, de la brecha de la tasa de interés real¹ y de las expectativas sobre el nivel de brecha en el futuro. La ecuación (2) es una curva de Phillips híbrida que muestra cómo las desviaciones de la inflación con respecto a su meta son función de la desviación pasada, de las expectativas de inflación y del nivel de la brecha del producto. Las ecuaciones (1) y (2), junto con la regla de determinación de la tasa de interés nominal utilizada por la autoridad monetaria, determinan el nivel de equilibrio para el producto, la inflación y la tasa de interés.

En general, las reglas de política reflejan la intención del banco central de estabilizar la economía, esto es, garantizar un crecimiento estable y compatible con la meta de inflación. De esta forma, una de las reglas de fijación de tasas de interés más utilizadas para caracterizar el comportamiento de un banco central en un modelo macroeconómico es:

$$(3) \quad \dot{i}_t = \rho_i \dot{i}_{t-1} + \psi_1 \pi_t + \psi_2 x_t + \varepsilon_{it}.$$

La regla (3) muestra que la tasa de interés del banco central es función de la diferencia actual entre la inflación y la meta, o brecha de inflación, y del nivel de la brecha del producto. El término rezagado de su tasa de interés representa la gradualidad del ajuste de tasas, seguido por una autoridad monetaria a la que le preocupa, además, la estabilidad financiera.

En el modelo definido por (1), (2) y (3) se observa que cuando la brecha del producto es positiva, y la inflación está por encima de la meta, el banco central responde aumentando su tasa de interés, lo cual tiene como efecto una disminución de la demanda agregada y, por consiguiente, una contracción del producto consistente con una menor brecha (ecuación (1)), lo cual lleva a menores presiones inflacionarias (ecuación (2)).

A pesar de que esta regla es una de las más utilizadas en los modelos macroeconómicos, es posible considerar versiones alternativas. Una posible variación, que es particularmente relevante en la coyuntura actual, es considerar un banco central que en lugar de responder al nivel de la brecha responde a las variaciones en ésta. Esto es, el banco central sigue una regla como:

$$(4) \quad \dot{i}_t = \rho_i \dot{i}_{t-1} + \psi_1 \pi_t + \psi_2 (x_t - x_{t-1}) + \varepsilon_{it}$$

De esta forma, en el modelo dado por (1), (2) y (4), si la inflación se encuentra por encima de la meta y la variación de la brecha del producto es suficientemente negativa, la respuesta de la autoridad monetaria podría dejar la tasa constante o, inclusive, reducirla². De igual forma, si la inflación se encuentra en su nivel de largo plazo y la brecha se encuentra en su punto máximo

¹ La brecha de la tasa de interés real se define como $r_t = i_t - E_t \pi_{t+1}$.

² Nótese que para que se dé un cambio de tendencia en una brecha de producto ya positiva se necesita que el producto pase de crecer a tasas superiores a las del producto potencial a tasas iguales o inferiores a las de este último.

o mínimo, la autoridad monetaria no variaría su tasa de interés. Los cambios de tasas de interés seguirían entonces el comportamiento de la inflación y los signos del cambio en la brecha.

En esta nota se compara el efecto que tiene sobre la inflación y el producto utilizar las reglas definidas en (3) y (4), lo cual se hace mediante un ejercicio de pronóstico para el período marzo de 2007-septiembre de 2010. En el ejercicio se supone que los parámetros en (3) y (4) son iguales; lo anterior implica que la autoridad monetaria reacciona de manera equivalente tanto a las desviaciones de la inflación con respecto a la meta como a los indicadores de brecha en ambas reglas. Este supuesto es consistente con el objetivo final de esta nota. Esto es, qué ocurriría si en lugar de mirar el nivel de la brecha se mira su tendencia sin variar las ponderaciones relativas³.

Para iniciar el pronóstico se usan las sendas de inflación, tasa de interés nominal y brecha del producto implícitas en el modelo de pronóstico del Banco de la República (MMT). Como se puede ver en el Gráfico R1, el último valor observado para las brechas del producto e inflación es positivo, mientras que para la brecha de tasa de in-

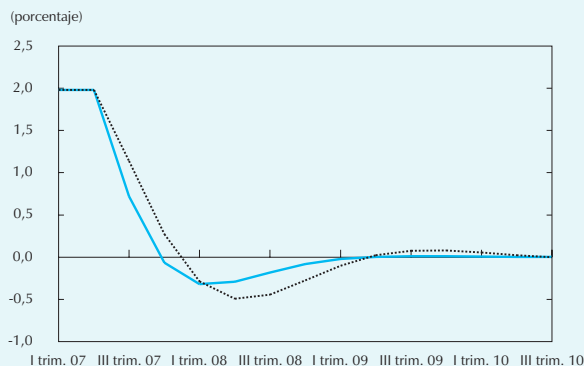
³ Se realizó un ejercicio alternativo en el cual se calcularon los parámetros de (3) y (4) que minimizan la función de pérdida de un banco central dada por:

$$L = \sum_{i=0}^T \beta^i [\hat{\pi}_{t+i}^2 + x_{t+i}^2 + i_{t+i}^2]$$

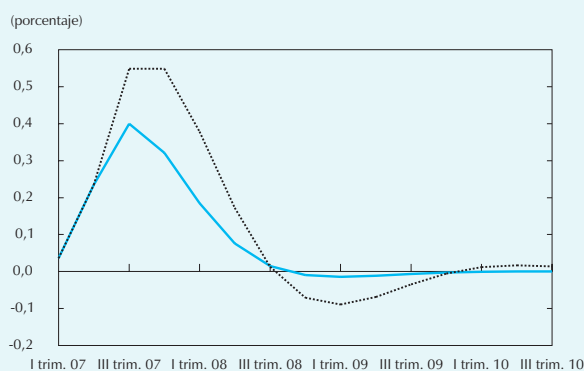
Los resultados de este ejercicio muestran que de seguir la regla (4) el banco central debería reaccionar más a la inflación y en menor medida a las variaciones en la brecha de producto. Adicionalmente, las sendas de tasa de interés derivadas de este ejercicio con las dos reglas son similares a la presentada en el Gráfico R1 para la regla en (3).

GRÁFICO R1

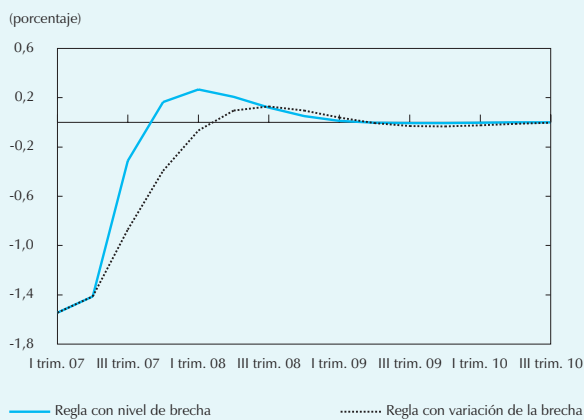
BRECHA DEL PRODUCTO



BRECHA DE LA INFLACIÓN



BRECHA DE LA TASA DE INTERÉS NOMINAL



Fuente: cálculos del Banco de la República.

terés nominal es negativo. Dadas estas condiciones iniciales se puede esperar que el pronóstico del modelo definido en (1) y (2) bajo ambas reglas muestre aumentos de las tasas de interés.

El Gráfico R1 muestra los resultados del ejercicio del pronóstico: la línea azul representa las brechas de inflación, producto y tasas de interés si se sigue la regla (3), mientras que los resultados para la regla (4) están representados por la punteada. Al comparar las dos líneas se puede apreciar que cuando el banco central sigue la regla (4) se presenta un incremento menor en las tasas de interés pero más prolongado que cuando se sigue la regla (3); adicionalmente, se observa que si el banco central sigue la regla (4) éste tendría que incrementar la tasa de interés un mayor número de veces.

De igual forma, cuando el banco central sigue la regla (4) se observa que el nivel de la brecha del producto disminuye en una menor proporción y se mantiene por fuera de su nivel de equilibrio durante un mayor número de períodos. Cabe anotar que esta regla requiere una mayor caída del producto con relación a su nivel potencial antes de retornar a su nivel de largo plazo. Finalmente, cuando el banco central sigue la regla (4) la diferencia de la inflación con respecto a su meta aumenta en una mayor proporción, la inflación empieza a disminuir un período después y es necesario un mayor número de períodos para llegar al equilibrio de largo plazo.

En resumen, cuando el banco central sigue una regla de fijación de tasas de interés que responde a variaciones en la brecha del producto en lugar de una regla que responda al nivel de la brecha del producto, se observan mayores desviaciones de la inflación, el producto y la tasa de interés nominal con respecto a sus valores de largo plazo. Así mismo, cuando se sigue una regla que responde a variaciones en la brecha del producto, el retorno a los niveles de largo plazo es más prolongado y requiere mayores sacrificios en términos de producto frente a cuando el banco central sigue una regla que responde al nivel de la brecha.

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS

Este es un resumen de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía colombiana para 2007 y 2008. Al momento de la consulta los agentes contaban con información a junio de 2007.

I. Proyecciones para 2007

En el Cuadro A1 se presentan los pronósticos para 2007. En promedio, los analistas locales esperan un crecimiento económico de 6,1% (0,6 puntos porcentuales (pp) mayor que el

**CUADRO A1
PROYECCIONES PARA 2007**

	Crecimiento del PIB real (%)	Inflación IPC (%)	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (%)	Déficit fiscal (% del PIB)	Tasa de desempleo, trece ciudades (%)
Analistas locales						
Alianza Valores	5,2	5,1	1.969	7,6	0,5	11,5
Anif	6,0	5,3	n.d.	n.d.	0,9	n.d.
Banco de Bogotá	6,3	5,4	2.050	9,1	0,5	10,4
Banco Santander	6,4	5,0	2.160	8,1	0,9	11,4
Bancolombia-Suvalor	6,6	4,9	2.058	8,8	0,3	10,8
BBVA Ganadero	5,9	5,1	2.062	9,3	0,9	11,0
Corficolombiana-Corfivalle	5,9	4,5	2.330	9,2	n.d.	n.d.
Corredores Asociados	5,5	4,8	1.800	8,2	1,0	10,8
Correval	6,4	5,2	2.100	8,8	0,8	11,5
Fedesarrollo	5,9	5,0	2.050	9,0	0,9	11,4
Porvenir AFP	6,5	5,5	n.d.	n.d.	1,3	n.d.
Promotora Bursátil	6,7	5,1	1.883	8,9	1,3	10,2
Serfinco	6,0	5,1	2.300	9,0	1,8	10,0
Skandia AFP	6,2	5,0	2.050	8,8	0,9	n.d.
Promedio	6,1	5,1	2.068	8,7	0,8	10,9
Analistas externos						
Bear Stearns	6,9	4,9	1.950	9,0	0,0	9,5
Citi Bank	6,7	5,0	2.100	8,7	1,3	10,0
CS First Boston	6,9	5,1	1.950	n.d.	0,0	9,5
Deutsche Bank	5,7	5,5	2.287	8,4	0,0	10,7
Goldman Sachs	6,0	5,0	2.000	8,3	0,8	n.d.
IDEA Global	5,9	4,5	2.061	n.d.	1,3	11,1
J.P. Morgan Chase	6,8	5,7	2.000	9,3	0,9	12,0
Promedio	6,4	5,1	2.050	8,7	0,6	10,5

n.d. no disponible.

Fuente: revista *Dinero* y Banco de la República con base en información suministrada vía electrónica.

pronóstico del trimestre anterior), mientras los extranjeros uno de 6,4% (68 pb mayor). Igual que en informes anteriores, las expectativas continúan mejorando, reflejando el buen momento que muestran los indicadores económicos de demanda y oferta, el buen momento del crédito, y el hecho de que el índice de confianza del consumidor de Fedesarrollo se mantiene en niveles cercanos a su máximo histórico.

En cuanto a la inflación, el pronóstico de los analistas locales aumentó 36 pb, mientras que el de los extranjeros lo hizo en 48 pb, para situarse ambos en 5,1%. Este valor se encuentra por encima del rango meta para este año (fijado entre 3,5% y 4,5%).

Con respecto al tipo de cambio (pesos por dólar), y como ha venido sucediendo durante los últimos dos años, los pronósticos han sido nuevamente revisados a la baja: en promedio, los analistas locales redujeron su pronóstico en \$123 (a \$2.068) y los extranjeros en \$242 (a \$2.050); es decir que los primeros esperan una apreciación a fin de año de 8,3% y los segundos una de 9,3%. La máxima depreciación esperada es de 3,9% (\$2.330) y la mínima de -24,4% (\$1.800 por dólar), lo cual refleja el alto grado de incertidumbre que tiene el mercado sobre el desarrollo futuro de esta variable.

En cuanto a la DTF los analistas locales aumentaron en 60 pb su pronóstico y esperan que termine el año en 8,7%, lo que implica un incremento de cerca de 30 pb por encima de su nivel actual en lo que resta del año. Para el déficit fiscal consolidado los analistas en promedio esperan que sea del orden de 0,7% del PIB, un poco por debajo de la proyección más reciente del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (0,9% para el sector público consolidado). Por último, el pronóstico de la tasa de desempleo en trece ciudades se situó en 10,7% (100 pb por debajo de lo que esperaban el trimestre anterior). Esto podría sugerir que los analistas no esperan que los incrementos que se habían observado en trimestres anteriores en las mediciones del DANE vayan a mantenerse a futuro.

II. Proyecciones para 2008

Para 2008 tanto los analistas locales como los extranjeros prevén un crecimiento de 5,1% (Cuadro A2). En cuanto a la inflación esperan, en promedio, que se ubique 4,1%, por encima del rango anunciado por la JDBR para fijar la meta puntual del próximo año (entre 3% y 4%). En cuanto al tipo de cambio, los locales esperan, en promedio, una devaluación anual de 6,9% (frente a los pronósticos para finales de 2007) y los extranjeros de 4,8%. De esta manera, a finales de 2008 la tasa representativa del mercado (TRM) se ubicaría según expertos locales en \$2.220, y de acuerdo con los extranjeros en \$2.154.

CUADRO A2
PROYECCIONES PARA 2008

	Crecimiento del PIB real (%)	Inflación IPC (%)	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	4,3	4,2	2.082
Anif	5,3	4,3	n.d.
Banco de Bogotá	5,2	4,3	2.200
Banco Santander	5,2	4,5	2.290
Bancolombia-Suvalor	5,3	3,9	2.180
BBVA Ganadero	4,8	3,8	2.168
Corficolombiana-Corfivalle	5,5	4,2	2.390
Corredores Asociados	5,0	4,0	2.050
Correval	n.d.	n.d.	n.d.
Fedesarrollo	5,4	4,5	2.155
Porvenir AFP	5,5	4,2	n.d.
Promotora Bursátil	5,3	4,3	2.260
Serfinco	5,0	4,0	2.450
Skandia AFP	5,0	4,2	2.194
Promedio	5,1	4,2	2.220
Analistas externos			
Bear Stearns	5,5	4,2	2.000
Citi Bank	5,3	3,8	2.300
CS First Boston	5,5	4,0	2.000
Deutsche Bank	5,0	3,6	2.439
Goldman Sachs	4,5	4,5	2.120
IDEA Global	4,7	4,2	2.142
J.P. Morgan Chase	5,5	4,4	2.075
Promedio	5,1	4,1	2.154

n.d. no disponible.

Fuente: revista *Dinero* y Banco de la República con base en información suministrada vía electrónica.

Este informe fue coordinado, editado y diagramado por la Sección de Publicaciones del Departamento de Comunicación Institucional, con caracteres Times New Roman de 10,5 puntos. La coordinación de su impresión fue realizada por el Departamento de Documentación y Editorial, Banco de la República.

Impreso por Ladiprint Editorial Ltda.

Agosto de 2007