



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Septiembre de 2009



INFORME SOBRE INFLACIÓN

Septiembre de 2009

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 del 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

Evaluación de la situación inflacionaria y decisiones de política	9
I. La inflación y sus determinantes	15
A. Desarrollos recientes de la inflación	15
B. Determinantes de la inflación	20
Recuadro 1: El Niño y el precio de los alimentos en Colombia	33
Recuadro 2: La economía venezolana y el impacto de la disminución del comercio sobre la economía colombiana	34
II. Mercados financieros	39
A. Mercados externos	39
B. Mercados financieros internos	43
III. Perspectivas macroeconómicas	54
A. Contexto externo	54
B. Balanza de pagos	60
C. Crecimiento interno	61
D. Perspectivas de la inflación	68
Recuadro 3: Rigideces de precios en la economía colombiana: evidencia	74
Anexo: Proyecciones macroeconómicas de analistas locales y extranjeros	78

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1	Inflación anual al consumidor	16
Gráfico 2	Indicadores de inflación básica anual	17
Gráfico 3	Inflación anual de transables y no transables sin alimentos ni regulados	18
Gráfico 4	Inflación anual de regulados por componentes	18
Gráfico 5	Inflación anual de no transables sin alimentos ni regulados	19
Gráfico 6	Inflación anual de alimentos	19
Gráfico 7	Inflación anual de alimentos por componentes	20
Gráfico 8	Crecimiento real del PIB	21
Gráfico 9	Crecimiento anual real del PIB de transables y no transables	24
Gráfico 10	A. Tasa de desempleo total nacional (trimestre móvil)	25
	B. Tasa de desempleo total 13 áreas (trimestre móvil)	25
Gráfico 11	A. Ocupados (13 áreas)	26
	B. Ocupados (3 ciudades)	26
Gráfico 12	Variación anual de la tasa global de participación y de la tasa de ocupación del total nacional	26
Gráfico 13	Empleo en la industria y el comercio	26
Gráfico 14	Variación anual de ocupados en las 13 áreas	27
Gráfico 15	Índices de salarios sectoriales nominales: construcción pesada y vivienda	27
Gráfico 16	Índices de salarios sectoriales nominales: industria y comercio	28
Gráfico 17	IPP total	29
Gráfico 18	IPP por procedencia	29
Gráfico 19	IPP de producidos y consumidos por ramas	29
Gráfico 20	Índices de los costos no salariales a partir de la SAM	29
Gráfico 21	Utilización de la capacidad instalada	30
Gráfico 22	Crecimiento anual del PIB: observado y potencial	31
Gráfico 23	Brecha del producto	31
Gráfico 24	Inflación observada y expectativas de inflación	31
Gráfico 25	Incremento salarial promedio esperado para los años 2009 y 2010	31
Gráfico 26	Pronóstico de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa	32
Gráfico 27	Pronóstico de inflación anual (sin alimentos) de bancos y comisionistas de bolsa	32
Gráfico 28	Indicadores de expectativas de inflación anual implícitas en el mercado de TES	32
Gráfico 29	Diferenciales en tasas de los mercados interbancarios: <i>Libor vs. OIS</i> a tres meses	40
Gráfico 30	Índices de acciones de algunas economías desarrolladas	40
Gráfico 31	Crédito de consumo total en los Estados Unidos deflactado con IPC total	40
Gráfico 32	Saldos de papeles comerciales en circulación en los Estados Unidos por tipo de emisor	41
Gráfico 33	<i>Credit default swaps</i> (CDS) de bancos comerciales en los Estados Unidos	41
Gráfico 34	Tasas de interés reales de bonos soberanos a 10 años	41
Gráfico 35	<i>Credit default swaps</i> (CDS) de algunas economías desarrolladas	42
Gráfico 36	<i>Credit default swaps</i> (CDS) a cinco años en Latinoamérica	42
Gráfico 37	Índices de acciones MSCI para economías emergentes	42
Gráfico 38	Índice de tasas de cambio en América Latina	43
Gráfico 39	Base monetaria por usos	44
Gráfico 40	M3, total depósitos (PSE) y efectivo	45
Gráfico 41	Crecimiento anual de los depósitos y sus principales componentes	45

Gráfico 42	PSE real con IPC sin alimentos	45
Gráfico 43	Cartera bruta con <i>leasing</i> en moneda legal,	46
Gráfico 44	Cartera comercial en moneda legal más bonos corporativos	46
Gráfico 45	Cartera hipotecaria ajustada	46
Gráfico 46	Cartera bruta de consumo	47
Gráfico 47	Agregado de la cartera en M/E y endeudamiento del sector privado no financiero	49
Gráfico 48	Tasa de política, IBR y TIB	49
Gráfico 49	Tasa real de política con IPC sin alimentos	49
Gráfico 50	DTF real con IPC sin alimentos	50
Gráfico 51	Tasa de interés activa con IPC sin alimentos	51
Gráfico 52	Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia	51
Gráfico 53	Tasas de interés cupón cero	51
Gráfico 54	Producción industrial en algunas economías desarrolladas	55
Gráfico 55	PIB de economías desarrolladas segundo y tercer trimestres de 2009	56
Gráfico 56	Ventas de vehículos en los Estados Unidos	56
Gráfico 57	Ventas de vivienda usada en los Estados Unidos	56
Gráfico 58	Tasa de desempleo en algunas economías desarrolladas	57
Gráfico 59	Creación de empleo neta en los Estados Unidos	57
Gráfico 60	PIB real de economías emergentes, primer y segundo trimestres de 2009	57
Gráfico 61	Importaciones de petróleo crudo de China	58
Gráfico 62	Precios del petróleo WTI	58
Gráfico 63	Crecimiento anual de la producción industrial sin trilla de café y su tendencia	62
Gráfico 64	Área aprobada para construir según licencias de construcción	62
Gráfico 65	Comercio al por menor sin combustibles	63
Gráfico 66	Consumo de los hogares e indicador de Fedesarrollo	63
Gráfico 67	Pronósticos de crecimiento del PIB para 2009-2010	66
Gráfico 68	Imaco (líder 5 meses del PIB) y crecimiento acumulado 4 trimestres del PIB	66
Gráfico 69	<i>Fan chart</i> de la inflación total	71
Gráfico 70	<i>Fan chart</i> de la inflación sin alimentos	71

ÍNDICE DE CUADROS

Cuadro 1	Descomposición de la inflación según presiones alcistas a septiembre de 2009	17
Cuadro 2	Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto	21
Cuadro 3	Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica	23
Cuadro 4	Ajuste social según las convenciones colectivas	28
Cuadro 5	Principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito	47
Cuadro 6	Endeudamiento externo	48
Cuadro 7	Tasas de interés nominales	50
Cuadro 8	Evolución de los pronósticos de crecimiento real de nuestros socios comerciales	59
Cuadro 9	Precios internacionales	60

EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA

En el tercer trimestre de 2009 el panorama macroeconómico colombiano estuvo caracterizado por una inflación decreciente en niveles cercanos al punto medio de la meta de largo plazo, y con expectativas de inflación en descenso. Por el lado de la actividad económica, el crecimiento anual reportado por el DANE para el segundo trimestre de 2009 fue similar al proyectado, pero la caída de la demanda interna fue más fuerte que lo previsto. Adicionalmente, los indicadores de actividad económica del tercer trimestre mostraban que la debilidad en el consumo, la inversión privada y la demanda externa continuaban.

Entre junio y septiembre de 2009 el descenso de la inflación anual de 3,8% a 3,2%, se explicó en su mayor parte (74%), por el menor ritmo de aumento de los precios de bienes y servicios regulados. La menor variación anual en los precios de los alimentos también aportó (22%) a la caída de la inflación, pero su contribución se redujo con respecto a lo observado en el primer semestre del año. La variación anual de los otros grupos de gasto, transables y no transables sin alimentos ni regulados, se mantuvo relativamente estable.

El IPC sin alimentos continuó mostrando menores ritmos de crecimiento anual al pasar entre junio y septiembre de 4,3% a 3,5%, tendencia que se viene observando desde marzo de 2009. Los otros indicadores de inflación básica presentaron el mismo comportamiento y, en septiembre, su variación anual promedio se ubicó cerca a 4%. Las expectativas de inflación también disminuyeron a lo largo del trimestre.

Los costos de producción siguen creciendo a menor ritmo, explicados principalmente por aquellos diferentes a nómina. Los costos no salariales, continúan desacerándose, hecho que se viene presentando desde finales de 2008. A septiembre de 2009 la variación anual del IPP entró en terreno negativo, tanto por bienes producidos y consumidos en el país como por los importados. En este último rubro, la apreciación

del peso compensó parte del incremento en los precios de los productos básicos que se compraron al exterior. El componente salarial también se ha desacelerado, aunque en menor medida.

La tasa de desempleo del total nacional para el promedio junio-agosto de 2009 volvió a ser mayor que la del año pasado. Sin embargo, el deterioro de las condiciones de empleo se atenuó gracias al comportamiento rural. En general, es probable que el mercado laboral se mantenga holgado, principalmente por el aumento en la oferta de trabajo y, por tanto, las presiones sobre salarios sigan bajas.

Con respecto a la actividad económica, en el segundo trimestre de 2009 el PIB cayó 0,5% anual, cifra similar a lo proyectado por el equipo técnico del Banco. No obstante, la caída anual de la demanda interna de 2,1% fue mayor a la estimada, especialmente por el descenso en el consumo de los hogares (-0,7%) y la caída en la inversión (-7,3%).

Para el tercer trimestre de 2009 los nuevos datos de indicadores de actividad económica muestran que la demanda interna sigue débil, y es probable que vuelva a presentar un descenso similar al registrado en el segundo trimestre. Esto último debido a una menor inversión, ya que los diferentes indicadores líderes reflejan una mejoría en el consumo de los hogares. La demanda externa neta podría contribuir al crecimiento, debido a un mayor descenso en las importaciones que el esperado en las exportaciones. Por el lado de la oferta, sectores como la industria y el comercio seguirían presentando tasas negativas de crecimiento, aunque las cifras de agosto ya dan cuenta de alguna mejoría. Los sectores con mayor contribución positiva serían el minero, el financiero y las obras civiles. En este contexto, el equipo técnico del Banco espera que el crecimiento del tercer trimestre de 2009 sea similar al observado en el segundo trimestre del mismo año. También proyectan un mejor comportamiento de la actividad económica para fin de año y el siguiente, con lo cual el rango de aumento del PIB real en 2009 estaría entre -1,0% y 0,5% y en 2010 entre 2% y 4%.

Los agregados monetarios, al igual que la cartera del sistema financiero, mostraron una desaceleración marcada, especialmente a partir de mediados de agosto. De esta forma, es necesario realizar un cuidadoso seguimiento de los mismos, para determinar si dicho comportamiento está reflejando un incremento en la percepción de riesgo por un debilitamiento de la actividad productiva mayor al previsto.

En el escenario externo, los países desarrollados y las grandes economías emergentes (China e India) muestran una recuperación en varios de sus indicadores, sugiriendo que el fondo de la crisis ha quedado atrás. No obstante, las medidas de empleo en las grandes economías continúan deteriorándose y las restricciones de crédito se mantienen elevadas. El buen desempeño de los precios internacionales de los productos básicos sigue conduciendo a los términos de intercambio a niveles que se pueden considerar como históricamente altos. Estas mejores condiciones para la recuperación de la demanda externa de los productos que exporta Colombia, se han visto deterioradas por las restricciones al comercio impuestas por varios

países vecinos. Todo ello se ha dado en un contexto de depreciación mundial del dólar, situación que presentó con especial intensidad frente a varias monedas latinoamericanas, incluido el peso colombiano.

Decisiones de política

Ante el anterior panorama macroeconómico, en septiembre de 2009 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) disminuyó 50 pb la tasa política, y la dejó en 4%. En octubre mantuvo inalterada la tasa de interés de referencia y fijó el objetivo de inflación para 2010 en la meta de largo plazo (entre 2% y 4%, con punto medio de 3% para efectos legales). Así mismo, decidió dar una mayor proporción de liquidez permanente para atender las necesidades de liquidez que aumentan tradicionalmente en el fin de año. Para estos efectos comprará TES en el mercado secundario y divisas por un monto de \$3 billones.

La JDBR, basada en las siguientes consideraciones, confía en que las condiciones de la economía están dadas para que en lo sucesivo la inflación se mantenga en el rango meta de largo plazo:

- Es muy probable que al finalizar 2009 la inflación sea cercana o inferior a 3%. Esta tasa, que es menor a la mitad del registro de diciembre pasado (7,7%), servirá de punto de referencia en los procesos de indexación de precios y salarios de la economía.
- En 2010 se pueden seguir presentando excesos de capacidad instalada de las empresas que induzcan estabilidad de precios o bajos incrementos de los mismos. Adicionalmente, las restricciones al comercio impuestas por países vecinos podrían generar una ampliación de la oferta interna de aquellos productos que se exportan hacia esos destinos. Por el lado de la demanda, su debilidad interna y externa, y la lenta recuperación esperada en 2010, genera un ambiente adecuado para que la inflación continúe en el rango meta de largo plazo.
- De continuar la debilidad mundial del dólar, ello contribuiría a contrarrestar posibles aumentos de precios internacionales de los productos básicos.
- El fenómeno de El Niño, anunciado desde el tercer trimestre de 2009, puede generar un aumento de los precios de los alimentos en el primer semestre de 2010. Sin embargo, como ha sucedido en el pasado, es probable que este fenómeno no esté acompañado de depreciaciones abruptas del peso, incrementos en los precios internacionales de productos básicos o presiones de demanda. De darse este escenario, los precios de los alimentos podrían retornar a sus niveles de partida en la segunda mitad de 2010.
- Cuando se incluye la información disponible en los diferentes modelos que calcula el equipo técnico del Banco, la mayoría de ellos sugieren una inflación a finales de 2010 dentro del rango meta de largo plazo.

El anterior panorama de una inflación esperada dentro del rango meta de largo plazo es coherente con una política monetaria de tasas reales de interés bajas y estables que contribuyan a la recuperación económica. La Junta seguirá haciendo un cuidadoso monitoreo de la situación internacional, que ha comenzado a recuperarse gradualmente, del comportamiento y proyecciones de la inflación y del crecimiento, y reitera que la política monetaria futura dependerá de la nueva información disponible.

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

Carlos Huertas

Director

Sección de Inflación (*)

Adolfo León Cobo

Jefe

Édgar Caicedo

Anderson Grajales

Daniel Parra

Rafael Puyana

José David Pulido

José Vicente Romero

(*) En la elaboración de este informe colaboraron Rocío Betancourt, Luis Hernán Calderón y Daira Garrido, jefa y profesionales expertos de la Sección de Programación Macroeconómica, respectivamente; Ricardo Bernal, profesional líder en asuntos especiales del Departamento de Programación e Inflación y Eliana González, profesional experta del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Enrique López E., investigador principal de la Unidad de Investigaciones, David Camilo López, Teana Zapata y Óscar Soler, estudiantes en práctica.

I. LA INFLACIÓN Y SUS DETERMINANTES

Entre junio y septiembre la inflación anual al consumidor descendió más de lo anticipado y se situó dentro del rango meta de largo plazo.

Bajas presiones por el lado de los precios internacionales de alimentos y materias primas, junto con la apreciación del peso, una demanda débil y unos costos a la baja, explican la tendencia de los precios al consumidor.

El crecimiento del PIB durante el segundo trimestre estuvo dentro de lo previsto, pero la demanda cayó más de lo proyectado. La crisis externa siguió golpeando el desempeño económico.

Un mercado laboral deteriorado y una caída de los ingresos afectaron al consumo de los hogares.

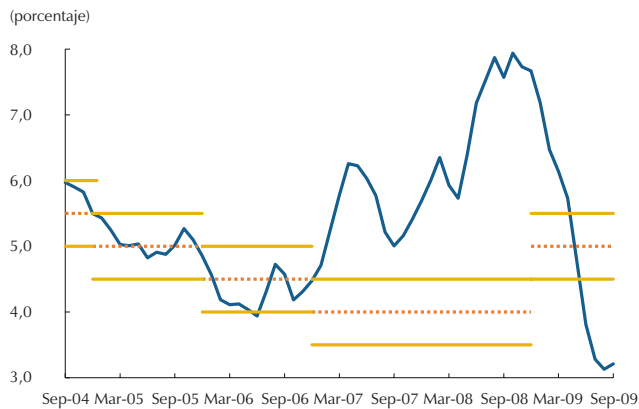
A. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

La inflación anual al consumidor en Colombia se situó en 3,2%, con lo cual continuó cediendo durante el tercer trimestre más allá de lo anticipado en los *Informes sobre Inflación* anteriores (en junio alcanzó 3,8%). De esta forma se completaron doce meses de descensos casi sin interrupciones en este indicador, después de alcanzar su máximo más reciente en octubre del año pasado (7,9%). El único aumento de un mes a otro se observó en septiembre, lo que puede atribuirse más a una muy baja base de comparación en el mismo mes del año pasado que a un resurgimiento de presiones inflacionarias: la inflación mensual en septiembre de este año fue negativa (-0,11%), pero doce meses atrás se había presentado una cifra menor (-0,19), lo cual resultó en el aumento anual mencionado (Gráfico 1).

La inflación completó dos trimestres consecutivos dentro del rango meta de largo plazo.

Con los resultados de los últimos tres meses, la inflación anual completa dos trimestres dentro del rango meta de inflación de largo plazo definida por la Junta

Gráfico 1
Inflación anual al consumidor



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Directiva del Banco de la República (JDBR) hace varios años (entre 2% y 4%), y se posiciona firmemente por debajo del rango meta definido para este año (entre 4,5% y 5,5%). Cabe señalar que para el año corrido a octubre los precios al consumidor acumularon un aumento de solo 2,12%, lo que hace muy improbable que con los posibles aumentos de los tres meses restantes la inflación anual de diciembre se sitúe muy por encima del 3%.

Los factores desinflacionarios que se identificaron en el *Informe sobre Inflación* de junio siguieron presentes en los últimos tres meses. En particular, las presiones de demanda se mantuvieron contenidas como consecuencia del retroceso del gasto, en especial del consumo, a lo que se ha sumado una amplia capacidad productiva acumulada, resultado del gran esfuerzo de inversión de años anteriores.

Por otro lado, los precios internacionales de los combustibles y alimentos se han recuperado relativamente poco frente a los bajos niveles observados a principios de 2009 y, lo que es más importante, aún permanecen sustancialmente por debajo de los máximos niveles observados en el segundo y tercer trimestres del año pasado. Esto ha hecho posible que los ajustes de precios de los alimentos importados, combustibles, transporte y servicios públicos (en especial gas domiciliario y energía) sean bajos, o incluso negativos, con lo cual su variación anual ha continuado descendiendo.

Por otro lado, los precios internacionales de los combustibles y alimentos se han recuperado relativamente poco frente a los bajos niveles observados a principios de 2009 y, lo que es más importante, aún permanecen sustancialmente por debajo de los máximos niveles observados en el segundo y tercer trimestres del año pasado. Esto ha hecho posible que los ajustes de precios de los alimentos importados, combustibles, transporte y servicios públicos (en especial gas domiciliario y energía) sean bajos, o incluso negativos, con lo cual su variación anual ha continuado descendiendo.

Frente al año pasado, los menores precios de los productos básicos, incluyendo el petróleo, también han continuado haciendo posible una reducción de los costos de producción y de transporte, lo cual se ha visto reflejado en los precios del resto de alimentos, entre otros productos. Finalmente, en meses recientes el peso, al igual que la mayoría de monedas del mundo, se ha fortalecido respecto al dólar, con lo cual todos aquellos precios de productos importados valorados en dicha divisa han perdido valor cuando se convierten a pesos.

1. La inflación básica

Aunque el descenso de la inflación anual en los últimos dos trimestres ha sido en buena parte el resultado de un muy bajo ritmo de ajuste en los precios de los alimentos, a él también ha contribuido el comportamiento de otros precios de la canasta del consumidor, lo cual se ve reflejado en la tendencia de la inflación básica (Cuadro 1). En efecto, el promedio de los cuatro indicadores utilizados en este informe se ha reducido en forma significativa en los últimos meses: en septiembre se situó en 4,0%, frente a 4,6% en junio de este año y 5,6% en diciembre de 2008 (Gráfico 2).

La inflación básica mantuvo una tendencia decreciente.

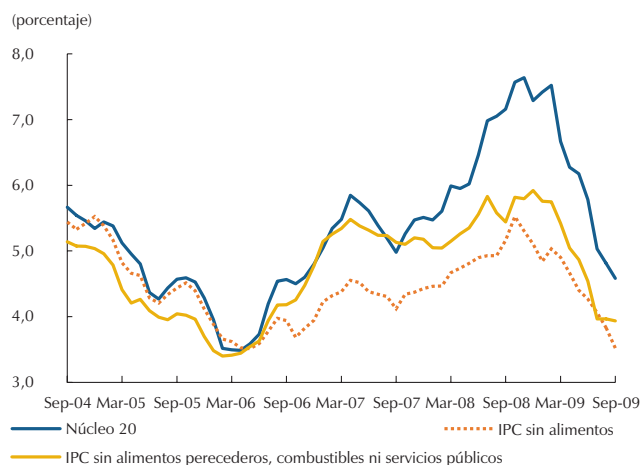
Individualmente, los cuatro indicadores de inflación básica contribuyeron a esta tendencia, y desde agosto tres de ellos ya se encuentran dentro del rango meta de

Cuadro 1
Descomposición de la inflación según presiones alcistas a septiembre de 2009

Descripción	Ponderación	Crecimiento anual				Participación porcentual en la desceleración año corrido
		Dic-08	Mar-09	Jun-09	Sep-09	
Inflación						
Total	100,00	7,67	6,14	3,81	3,21	100,00
Sin alimentos	71,79	5,11	4,90	4,27	3,52	26,98
Transables	26,00	2,37	2,45	2,78	2,68	(1,91)
No transables	30,52	5,24	5,36	4,73	4,76	3,54
Regulados	15,26	9,45	8,11	5,85	2,47	25,35
Alimentos	28,21	13,17	8,67	2,81	2,23	73,02
Hortalizas, frutas, tubérculos y leche	5,12	21,94	12,28	(3,68)	(3,40)	31,13
Cereales, aceites y otros	8,03	19,02	12,89	5,29	0,91	34,87
Comidas fuera del hogar y otros	11,59	7,27	6,71	5,99	5,74	4,25
Carne de res y sustitutos	3,47	6,45	4,17	4,56	3,11	2,77

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 2
Indicadores de inflación básica anual



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

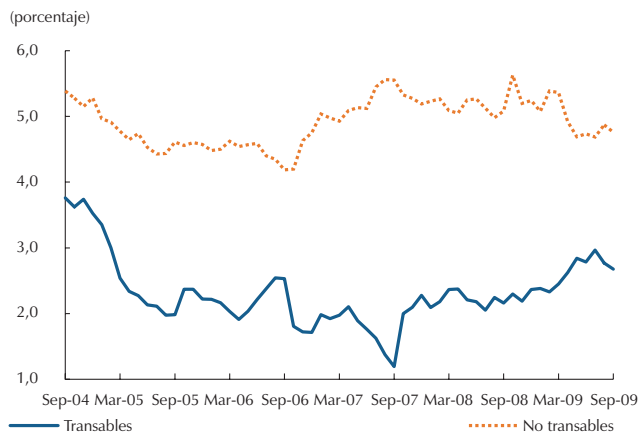
largo plazo, incluyendo el índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos. El núcleo 20 (4,6%) es el único que aún se mantiene por encima de 4,0%; este sesgo al alza ha sido característico de su comportamiento desde hace varios trimestres y puede explicarse porque en su cálculo se incluyen algunos rubros que tienen mucha inercia inflacionaria, como son las comidas fuera del hogar y los servicios médicos.

Ahora bien, conviene advertir que tres de los cuatro indicadores (incluido el núcleo 20) también han sido afectados por el comportamiento de los precios de los alimentos importados (no perecederos) y de los combustibles, toda vez que estos rubros se utilizan en sus estimaciones. Cuando se excluyen todos los alimentos y regulados, el indicador resultante (IPC sin alimentos ni regulados) muestra más estabilidad, pero también un ligero descenso en los últimos tres meses, situándose dentro del rango meta de largo plazo (Gráfico 2).

Entre todos los indicadores de inflación básica, las caídas más pronunciadas se han registrado en el IPC sin alimentos: su variación anual a septiembre fue 3,5%, frente a 4,3% en junio y 5,1% en diciembre de 2008 (Gráfico 2). El nivel actual es el más bajo de los últimos cincuenta y tres años, junto con los de abril y mayo de 2006.

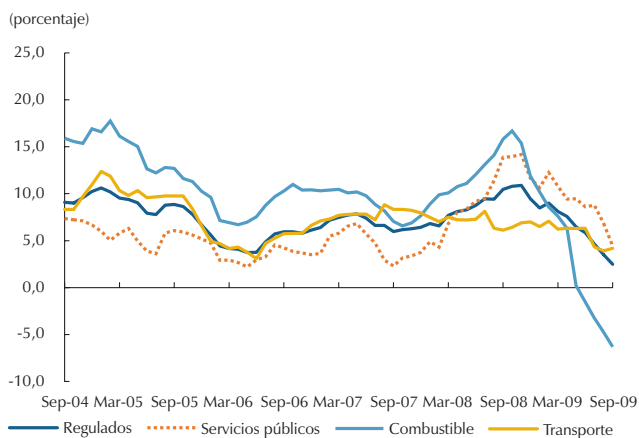
Desagregando el IPC por canastas, se observa que dos de ellas presentaron variaciones anuales decrecientes entre junio y septiembre: los transables sin alimentos

Gráfico 3
Inflación anual de transables y no transables sin alimentos ni regulados



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 4
Inflación anual de regulados por componentes



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

ni regulados y los regulados. En el caso del IPC de transables el descenso fue pequeño (de 2,8% en junio a 2,7% en septiembre), pero revirtió la tendencia creciente que se observó en el primer semestre del año (Gráfico 3). Dentro de este segmento los rubros que más presiones bajistas han ejercido son el pasaje aéreo y artículos de aseo personal. La apreciación del peso es un factor que debe haber contribuido a este quiebre, y es probable que lo siga haciendo en los próximos meses, dado el rezago de cerca de tres meses que existe entre los movimientos del tipo de cambio y su traspaso a los precios al consumidor.

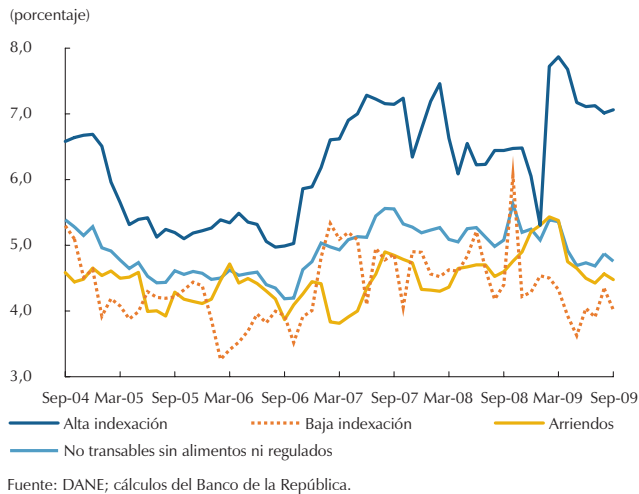
Por su parte, la variación anual del IPC de regulados cerró en septiembre en 2,5%, por debajo de lo esperado en informes anteriores y significativamente menos que en junio (5,9%) y diciembre de 2008 (9,5%). Todos los componentes de los regulados han contribuido a la desinflación del grupo entre diciembre pasado y septiembre (Gráfico 4). Se destacan la gasolina (-6,3%) y, en menor medida, los servicios públicos (4,4%), cuyos precios han venido mostrando menores crecimientos anuales desde finales del año pasado. En esta última subcanasta el gas domiciliario ha sido el rubro que más ha contribuido a la reducción de las presiones inflacionarias, toda vez que su precio ha caído en forma importante, siguiendo el comportamiento de los precios internacionales y del tipo de cambio. Los precios de la energía eléctrica, que desde el año pasado y hasta junio se ajustaron a tasas anuales altas y cercanas al 15%, también presentaron menores variaciones durante el tercer trimestre. No

obstante, es posible que esta nueva tendencia no se mantenga por mucho tiempo si se concretan los efectos del fenómeno de El Niño, como se discute en el tercer capítulo de este informe.

El IPC de no transables fue la única canasta dentro del IPC sin alimentos cuya variación anual no se redujo en los últimos tres meses. El dato para septiembre fue 4,7%, igual que el de junio. A pesar de ello, en el primer semestre de 2009 estos precios sí contribuyeron a reducir la inflación anual (en diciembre la variación anual era 5,3%).

De todas maneras, la variación anual de los no transables sin alimentos ni regulados aún es relativamente alta, a pesar de la debilidad de la demanda y de las menores presiones en costos de materias primas: es el único grupo que muestra una inflación anual todavía por encima del techo de la meta de largo plazo. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que hay otros factores además de la demanda y de la

Gráfico 5
Inflación anual de no transables
sin alimentos ni regulados



brecha del producto que también desempeñan un papel importante en la formación de estos precios, como son las expectativas de inflación, los costos salariales y el grado de indexación. Estas últimas variables parecen haber contribuido a mantener ajustes anuales altos en el IPC de esta canasta.

El Gráfico 5 descompone la canasta de no transables sin alimentos ni regulados entre arriendos (que representan el 61% de este índice), indexados (con el 18%) y no indexados (21%). La variación anual de la subcanasta de no indexados, compuesta por algunos servicios personales, turismo y servicios de diversión y culturales, entre otros, ha presentado una reducción sustancial en lo corrido del año, y a septiembre estaba en 4,0% (dentro del rango meta de largo plazo). Estos rubros tienden a depender más del comportamiento de

la demanda y presentan menor inercia inflacionaria por pertenecer a mercados más competitivos y con menores reglas de indexación.

Por el contrario, los indexados (servicios médicos y de protección social, servicios educativos y servicios bancarios, entre otros) mantenían una variación anual a septiembre de 7,1%. En este caso existen reglas de indexación que garantizan ajustes de precios a comienzos de cada año equivalentes, por lo menos, a la inflación pasada. Además, los ajustes salariales en estos sectores usualmente siguen el comportamiento del salario mínimo, el cual se incrementó en 7,7% para 2009. Por esto, la debilidad de la demanda los afecta con mayor rezago, y tan solo después de que la inflación total ha decrecido. En consecuencia, es posible que a comienzos del próximo año se presente una reducción importante en su variación anual. Los arriendos, con una variación anual de 4,5% en septiembre, pueden verse como un caso intermedio entre los dos grupos anteriores.

Gráfico 6
Inflación anual de alimentos



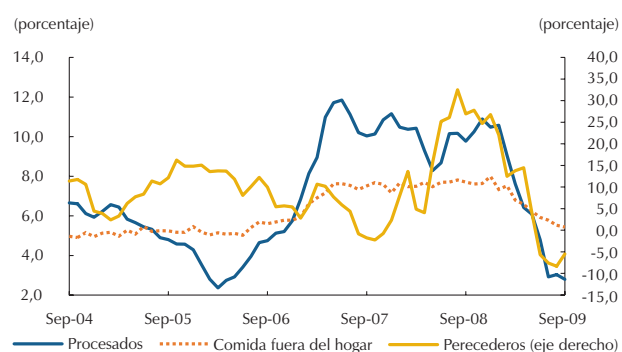
2. Inflación de alimentos

Los alimentos continuaron liderado la dinámica desinflacionaria en Colombia durante el tercer trimestre pese al repunte de septiembre. En este último mes su variación anual fue 2,2% frente a 2,8% en junio y 13% en diciembre de 2008 (Gráfico 6). Este solo grupo explica en casi tres cuartas partes el desplome de la inflación entre diciembre del año pasado y septiembre (Cuadro 1).

Como se ha señalado en informes anteriores, el favorable desempeño de la inflación de alimentos en Colombia es atribuible a la caída de los precios internacionales de los alimentos y de los principales insumos agrícolas,

así como a las condiciones favorables de clima y de crédito para la producción agrícola durante el primer semestre de 2009. Además, en los últimos meses las restricciones que han enfrentado las ventas de alimentos hacia Venezuela, y el aumento transitorio de aranceles por parte de Ecuador, incrementaron la oferta disponible en el mercado interno, presionando a la baja los precios. Algo de esto ya se viene presentando, especialmente con la carne de res, rubro con la mayor ponderación dentro del IPC de alimentos.

Gráfico 7
Inflación anual de alimentos por componentes



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Los procesados y las comidas fuera del hogar contribuyeron a reducir la inflación anual de alimentos en el último trimestre, mientras que los perecederos mantuvieron ajustes anuales negativos en septiembre similares a los de junio (Cuadro 1 y Gráfico 7). Para lo corrido del año se destacan los aportes a la contracción de la inflación anual de los alimentos más perecederos y de varios importados, y menos perecederos, como los cereales y aceites: en conjunto explican en dos terceras partes la caída de la inflación total durante 2009. El aporte de las carnes y las comidas fuera del hogar a la baja inflación anual ha sido de menor magnitud.

En la actualidad existen riesgos alcistas sobre los precios de los alimentos para finales de este año, y sobre todo para 2010, los cuales no se pueden despreciar. En especial por el efecto del fenómeno de El Niño y por posibles aumentos en los precios internacionales como resultado de la recuperación del crecimiento mundial. Sin embargo, para lo que resta del año estos riesgos parecen bajos. Además, se espera una buena oferta agrícola para los próximos meses, de acuerdo con los resultados de la primera Encuesta de decisiones de siembra del Banco de la República y la Corporación Colombia Internacional (CCI). A lo anterior se suman el efecto de las restricciones comerciales sobre la oferta interna ya comentados.

Para el próximo año los riesgos pueden ser mayores. Aunque las diferentes agencias meteorológicas del mundo califican el fenómeno actual como moderado, lo cual en principio tiene pocos efectos sobre la producción agrícola en el país, sus consecuencias aún son inciertas: en el pasado no ha habido una relación clara entre intensidad de El Niño y su impacto sobre la producción y los precios. Por otro lado, debe tenerse en cuenta que los hechos estilizados en Colombia señalan que, de darse un impacto sobre los precios agrícolas, éste tendería a ser transitorio y se concentraría, sobre todo, en el primer semestre del año próximo (véase Recuadro 1, p. 33).

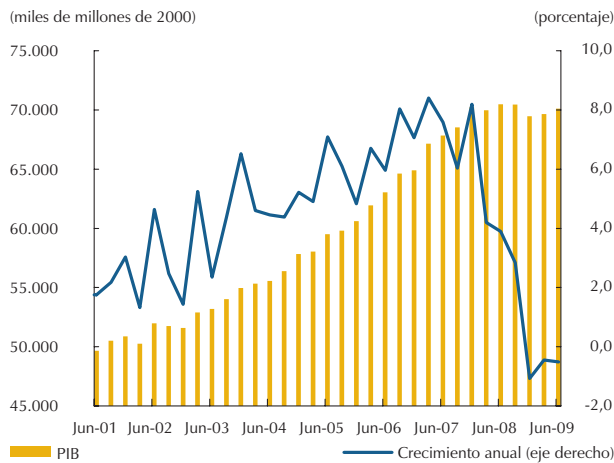
En el pasado no ha habido una relación clara entre intensidad de El Niño y su impacto sobre la producción y los precios.

B. DETERMINANTES DE LA INFLACIÓN

1. Demanda agregada en el segundo trimestre

Las cifras de cuentas nacionales del segundo trimestre de 2009, divulgadas por el Departamento Nacional de Estadística (DANE), revelaron que la economía colombiana

Gráfico 8
Crecimiento real del PIB



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

registró, por tercera vez consecutiva, una disminución anual del producto interno bruto (PIB). Para dicho período la caída anual del PIB fue de 0,5%, un poco mayor que la del primero (0,4%), pero menor que la del cuarto trimestre de 2008 (1,1%). Pese a la contracción anual, el nivel del PIB del segundo trimestre fue superior en 0,7% al del primer trimestre, el cual, a su vez, había sido mayor que el del cuarto trimestre de 2008 (en 0,3%). Esto indica que el nivel del PIB ha venido recuperándose lentamente luego del fuerte retroceso de finales del año pasado (Gráfico 8).

El resultado del segundo trimestre se ubicó dentro del rango previsto en el pasado *Informe sobre Inflación* y coincidió, además, con la media proyectada por los analistas.

Sin embargo, no sucedió lo mismo con la contribución

al crecimiento de los diferentes componentes, pues la demanda privada, en especial el consumo de los hogares, tuvo un retroceso mayor que el esperado (Cuadro 2).

Cuadro 2
Crecimiento real anual del PIB por tipo de gasto

	2009 variación anual (%)		Contribución al crecimiento anual de II trim. 2009
	I trim.	II trim.	
Consumo	(0,3)	(0,3)	(0,3)
Consumo de los hogares	(0,5)	(0,7)	(0,4)
Bienes no durables	(1,5)	(2,0)	(0,5)
Bienes semidurables	(2,5)	0,4	0,0
Servicios	1,9	1,1	0,4
Bienes durables	(7,3)	(7,2)	(0,4)
Consumo del Gobierno	0,3	0,9	0,2
Formación bruta de capital	(3,7)	(7,3)	(2,0)
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	(1,9)	(2,2)	(0,5)
FBCF sin obras civiles	(5,3)	(14,7)	(2,7)
Agropecuaria, silvicultura, caza y pesca	(1,0)	(0,0)	(0,0)
Maquinaria y equipo	2,9	(18,4)	(1,8)
Equipo de transporte	(17,3)	(16,0)	(0,4)
Construcción y edificaciones	(14,3)	(10,8)	(0,6)
Servicios	2,2	(0,3)	(0,0)
FBCF en obras civiles	9,7	40,6	2,2
Existencias	(17,8)	(38,6)	(1,5)
Demanda final interna	(1,1)	(2,1)	(2,3)
Exportaciones	2,0	(5,7)	(1,0)
Importaciones	(1,5)	(9,7)	2,8
Producto interno bruto	(0,4)	(0,5)	(0,5)

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Las exportaciones se deterioraron por tercer trimestre consecutivo.

Durante finales de 2008 y la primera mitad de 2009 el comportamiento de la economía colombiana estuvo ligado a la evolución de la crisis mundial. En el segundo trimestre el efecto se sintió con mayor fuerza a través del deterioro de las ventas al exterior, la caída en la inversión, excluyendo obras civiles, y la contracción en el consumo de los hogares.

Con respecto a las exportaciones, el agregado medido en pesos constantes se siguió deteriorando (-5,7%) por tercer trimestre consecutivo y esto se dio, principalmente, en las ventas de productos elaborados y servicios. Dentro de este grupo se presentó una disminución de las exportaciones hacia Venezuela, la cual obedeció tanto a las restricciones impuestas por este país desde el año pasado¹ como al hecho de que el PIB venezolano se deterioró de manera significativa en el primer semestre, como se señala en el capítulo III y en el Recuadro 2. Por productos, las principales disminuciones anuales se observaron en banano, flores y los productos de la refinación de petróleo; descensos que no fueron compensados por los crecimientos positivos registrados en los metalúrgicos básicos, carnes y pescado, y minerales metálicos. De otro lado, ya que las importaciones registraron también una importante disminución anual (de 9,7%), la demanda externa neta real tuvo una contribución positiva en el retroceso del PIB, lo que produjo, además, que se redujera el déficit comercial en términos reales (Cuadro 2).

Adicionalmente, la coyuntura externa continuó afectando la demanda interna por medio de la disminución de la confianza de consumidores e inversionistas. Como consecuencia de ello, tanto el consumo de los hogares como la inversión se deterioraron nuevamente en el segundo trimestre, a pesar del efecto dinamizador que debió haber tenido la reducción de la inflación sobre el consumo y del fuerte impulso brindado por los gastos ejecutados en obras civiles en la inversión.

Dentro de los componentes de la demanda interna el grupo que más contribuyó a su descenso fue la formación bruta de capital, la cual disminuyó 7,3% en términos anuales. La caída anual en la inversión fue impulsada, a su vez, por la contracción en la formación bruta de capital fijo sin obras civiles, componente que mostró una disminución de 14,7%. Su descenso se explica por la importante contracción anual de la inversión en maquinaria y equipo (18,4%), y en menor medida en construcción y edificaciones (10,8%). Por su parte, la inversión en obras civiles impidió que la caída fuese más pronunciada, al crecer 40,6% anual, principalmente debido a los mayores gastos en vías de agua, puertos, represas y otras obras portuarias.

Adicionalmente, el consumo también contribuyó a la contracción anual de la demanda interna, al caer en 0,3% en el segundo trimestre con respecto al mismo período del año anterior. Dentro de este componente del gasto, el consumo de los

La inversión diferente de obras civiles fue el componente de la demanda que más se contrajo en el segundo trimestre.

¹ El año pasado y durante el primer semestre de 2009 se impusieron restricciones al comercio con Venezuela que afectaron principalmente a la industria automotriz y a sectores afines. A partir de julio de este año Venezuela anunció la imposición de nuevas restricciones que afectaron una vez más al sector automotriz y, adicionalmente, a la venta de productos agropecuarios (entre otros), cuyos efectos deberían sentirse en la segunda mitad del año y en 2010, como se menciona en el capítulo III.

La industria ha sentido con mayor rigor el efecto de la caída de la demanda externa.

hogares fue el que jalonó negativamente el resultado registrado, con una caída anual de 0,7%.

La contracción del consumo por un segundo período consecutivo habría continuado asociada con el relativamente alto nivel de endeudamiento de los hogares y con el deterioro de la confianza. Esto, junto con la percepción de una menor estabilidad en el mercado laboral, habría contribuido a la escasa reactivación del crédito de consumo, entre otros fenómenos. Por tipo de bienes, en el segundo trimestre el consumo más afectado fue, una vez más, el de bienes durables (-7,2% anual); sin embargo, el consumo de los no durables también se vio afectado (-2,0%).

Por el lado de la oferta, el sector industrial fue la rama de actividad que más se contrajo en términos anuales (10,2%), por lo que fue la que explicó en mayor medida el retroceso anual del PIB del segundo trimestre, completando así un año entero de registros negativos (Cuadro 3). Al ser la rama más estrechamente vinculada con el comercio mundial, la industria ha sentido con rigor la caída de la demanda externa, en adición a las restricciones comerciales impuestas por Venezuela comentadas.

Cuadro 3
Crecimiento real anual del PIB por ramas de actividad económica

	2009 (variación porcentual)		Contribución al crecimiento anual del II trim. 09
	I trim.	II trim.	
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	(0,7)	(1,8)	(0,2)
Explotación de minas y canteras	11,0	10,2	0,5
Industria manufacturera	(7,6)	(10,2)	(1,5)
Electricidad, gas y agua	0,3	0,1	0,0
Construcción	(1,4)	16,8	0,8
Edificaciones	(13,4)	(9,9)	(0,2)
Obras civiles	9,7	40,5	1,1
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	(2,6)	(3,9)	(0,5)
Transporte, almacenamiento y comunicación	(1,0)	(1,2)	(0,1)
Estab. finan., segur., inmueb. y serv. a las empresas	4,9	4,3	0,8
Servicios sociales, comunales y personales	1,1	0,5	0,1
Subtotal valor agregado	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Impuestos menos subsidios	(4,3)	(5,2)	(0,5)
PIB	(0,4)	(0,5)	(0,5)

Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Además de la industria, las ramas de actividad restantes que contribuyeron a la caída del PIB fueron comercio (cuya variación anual fue -3,9%), construcción

Las obras civiles, el sector financiero y la minería contribuyeron positivamente al PIB del segundo trimestre.

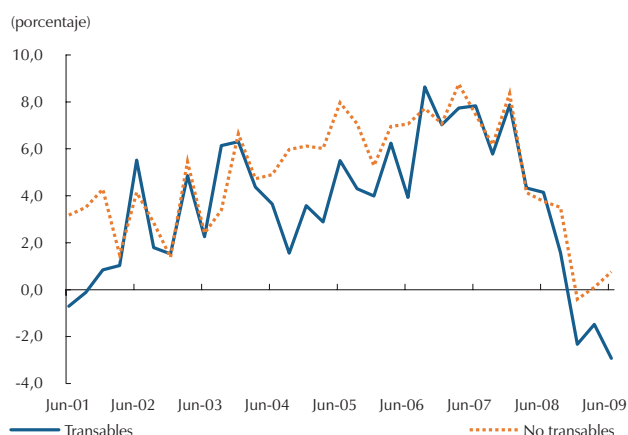
de edificaciones (-9,9%) y, en menor medida, transporte (-1,2%) y agricultura (-1,8%) (Cuadro 3). Esta última se ha visto afectada por la importante disminución anual del PIB del café (30%), consecuencia de la reducción en sus cosechas debida a factores climáticos, los altos costos de los insumos el año pasado y un proceso de renovación de plantaciones. Adicionalmente, el recaudo neto real del Gobierno (impuestos menos subsidios) descendió 5,2% en términos anuales, lo que acentuó de manera importante la contracción del PIB. Excluyendo estos últimos rubros, la caída anual del PIB habría sido de apenas 0,1%.

Por otra parte, las ramas de actividad que contribuyeron de manera positiva al crecimiento anual del PIB del segundo trimestre fueron, en su orden, la construcción de obras civiles (que creció 40,5%), el sector financiero, de seguros, inmobiliario y de servicios a las empresas (4,3%), y la explotación de minas y canteras (10,2%), las cuales estuvieron en línea con lo esperado en el *Informe sobre Inflación* anterior.

Así las cosas, en el segundo trimestre de 2009 el PIB transable, el más expuesto a la crisis externa, decreció 2,9% cuando se compara con el mismo período del año anterior, caída asociada principalmente con la contracción de la industria (Gráfico 9).

Un descenso anual del PIB transable de tal magnitud no se había registrado desde la crisis de finales de los años noventa. Por otro lado, el PIB no transable creció 0,8% en términos anuales en el segundo trimestre del año, impulsado en gran parte por el buen desempeño de las obras civiles y del sector financiero.

Gráfico 9
Crecimiento anual real del PIB de transables y no transables



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

2. Mercado laboral y costos salariales

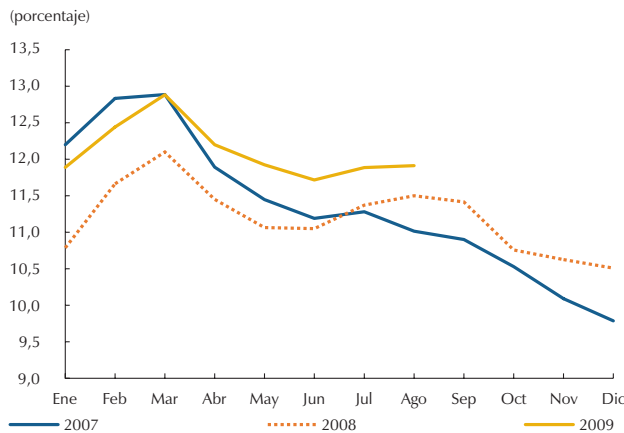
El mercado laboral, según cifras de la Gran encuesta integrada de hogares (GEIH) a agosto, siguió mostrando tendencias contradictorias frente al comportamiento de la actividad económica. Aunque en el tercer trimestre la tasa de desempleo se mantuvo al alza frente a los registros del mismo período del año anterior, el empleo habría seguido expandiéndose, incluso en las

áreas urbanas. La información desagregada de la GEIH, sin embargo, sugiere que el empleo creado ha tendido a ser de baja calidad, localizado en pequeñas empresas, y ha estado concentrado más en ciudades intermedias y áreas rurales que en las tres principales áreas metropolitanas del país. Adicionalmente, hay evidencia de un deterioro de los ingresos de los trabajadores, pese al aumento del salario mínimo real (4,6%) y de otros salarios reales sectoriales.

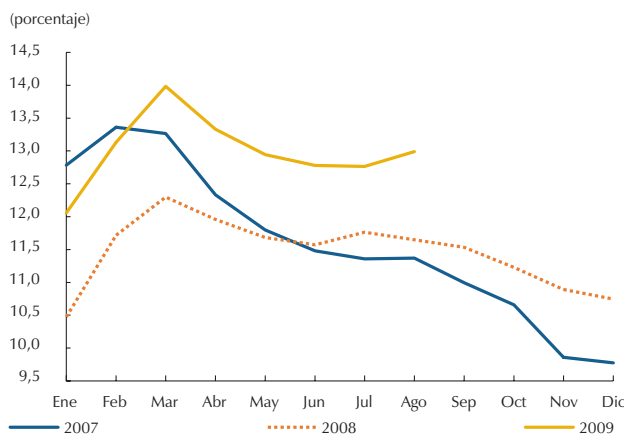
De acuerdo con la GEIH, la tasa de desempleo (TD) para el total nacional se ubicó 11,9% en el trimestre móvil terminado en agosto en (Gráfico 10, panel A), cifra que alcanzó un 13% para las trece áreas (Gráfico 10, panel B). En el caso de las trece ciudades, donde la información es más confiable, este registro es mayor

Gráfico 10

A. Tasa de desempleo total nacional (trimestre móvil)



B. Tasa de desempleo total 13 áreas (trimestre móvil)



Fuente: DANE-GEIH

1,3 pp frente al del mismo período del año pasado, y sugiere un deterioro adicional del desempleo con respecto a lo que se observó en la primera mitad de 2009.

El aumento del desempleo y la contracción económica se siguieron presentando simultáneamente con un crecimiento del empleo, según la GEIH. A nivel nacional la ocupación aumentó a un ritmo anual de 6,6%, acelerándose frente a los registros de trimestres anteriores. Ya para las trece ciudades el crecimiento fue 3,6%, cifra menor que en trimestres anteriores. Debido a que tales aumentos superaron a los de la población en edad de trabajar, se presentaron incrementos anuales en las tasas de ocupación (TO) tanto en el total nacional como en las trece áreas.

Con respecto a la ocupación en las trece ciudades, conviene señalar que en el último trimestre se observó una disminución en la capacidad de generación de empleo (Gráfico 11, panel A). Dicha tendencia es más clara en las tres ciudades principales (Bogotá, Medellín y Cali, las cuales representan el 67% del empleo del país), en cuyo caso la variación de ocupados ha caído por dos trimestres móviles consecutivos. Aún más significativo es el estancamiento del nivel de ocupados en estas tres ciudades desde el trimestre terminado en junio (los cuales se presentan desestacionalizados en el Gráfico 11, panel B).

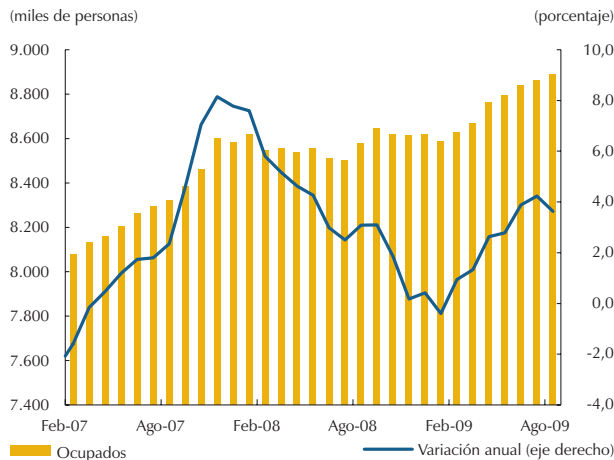
Como se mencionó en el *Informe sobre Inflación* anterior, la ocupación de las grandes ciudades está más asociada con la gran empresa, la cual tiene una relación más directa con el comercio internacional. Es por eso que el menor crecimiento en el trimestre móvil —que coincide con cifras bajas en agosto— podría estar relacionado con menores perspectivas de crecimiento para las empresas, a raíz de las posibles restricciones comerciales impuestas por Venezuela.

Un efecto de la menor actividad económica ha sido la expansión de la oferta de trabajo de los hogares, lo que condujo a un crecimiento anual de la tasa global de participación (TGP) (Gráfico 12). Dadas las condiciones económicas, el mercado laboral sólo tuvo la capacidad de absorber parte de esa nueva oferta de trabajo, explicando así el repunte de la TD mencionado.

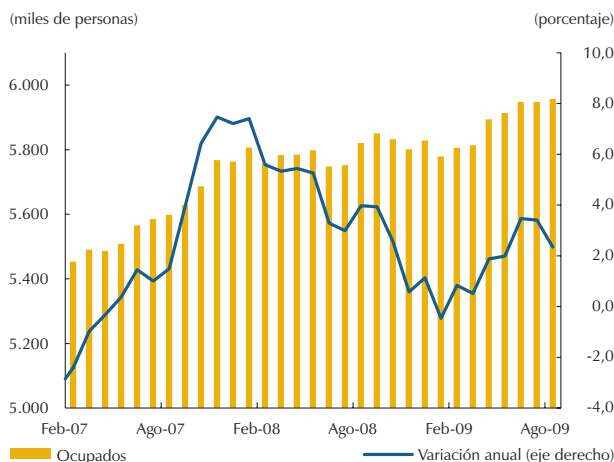
Otro efecto de la menor actividad económica parece haber sido un deterioro en la calidad del empleo recientemente generado. Así, el empleo creado en los últimos trimestres ha sido en su mayoría no asalariado, sobre todo para el agregado nacional y el área rural. No obstante lo anterior, en las trece ciudades el crecimiento del empleo ha

Gráfico 11

A. Ocupados (13 áreas)

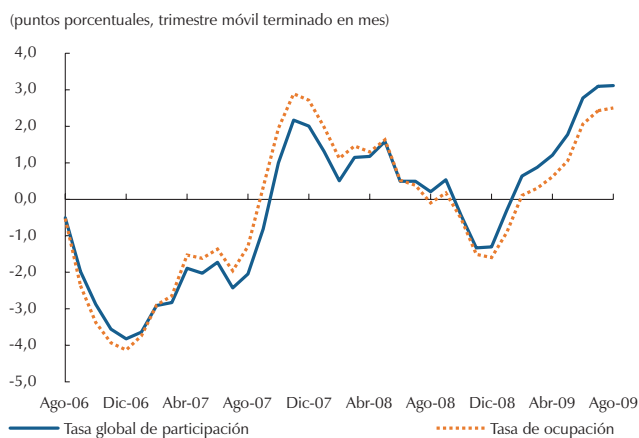


B. Ocupados (3 ciudades)



Fuente: DANE-GEIH

Gráfico 12
Variación anual de la tasa global de participación y de la tasa de ocupación del total nacional



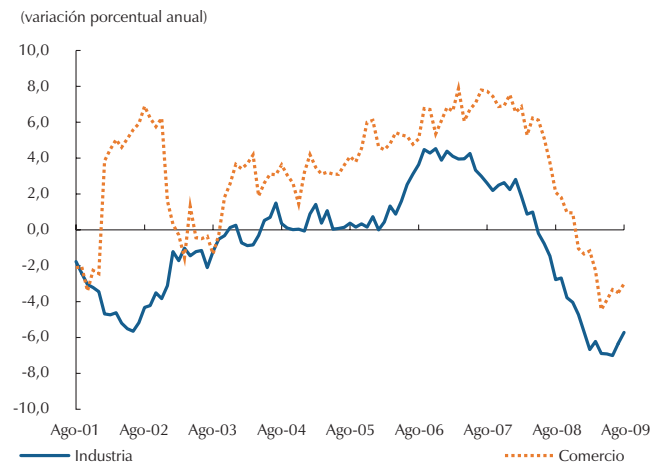
Fuente: DANE-GEIH.

estado más balanceado, y en las tres ciudades principales el empleo creado ha sido fundamentalmente asalariado, mientras que el no asalariado, de hecho, ha decrecido.

Sin embargo, debe señalarse que la mayor participación del empleo asalariado en las grandes ciudades no necesariamente implica una mejoría en la calidad del empleo, por cuanto no informa sobre el nivel de salarios, ni sobre la clase de vinculación del trabajador con la empresa (tiempos parcial o completo), como tampoco acerca del tipo de empresas que están contratando mano de obra, entre otros factores. De hecho, a diferencia de la GEIH, las encuestas sectoriales de industria (muestra mensual manufacturera) y comercio (muestra mensual de comercio al por menor), que recogen el comportamiento de las empresas grandes y medianas que ofrecen empleo de mejor calidad, con cifras a agosto continúan mostrando una reducción de la ocupación (Gráfico 13). Además, su producción estaría más relacionada con la actividad económica internacional, lo que explicaría por qué son las que han presentado contracción del empleo. La aparente contradicción con las tendencias del empleo, según lo mide la GEIH, obedecería a que esta última encuesta tiene una muestra más representativa de pequeñas empresas poco conectadas con el mercado mundial.

De otro lado, al desagregar la generación de empleo por tipo de calificación, puede también extraerse información acerca de la calidad de la ocupación. Los datos de la GEIH para el primer semestre dan indicios

Gráfico 13
Empleo en la industria y el comercio



Fuente: DANE (MMM y MMCM).

Gráfico 14
Variación anual de ocupados en las 13 áreas

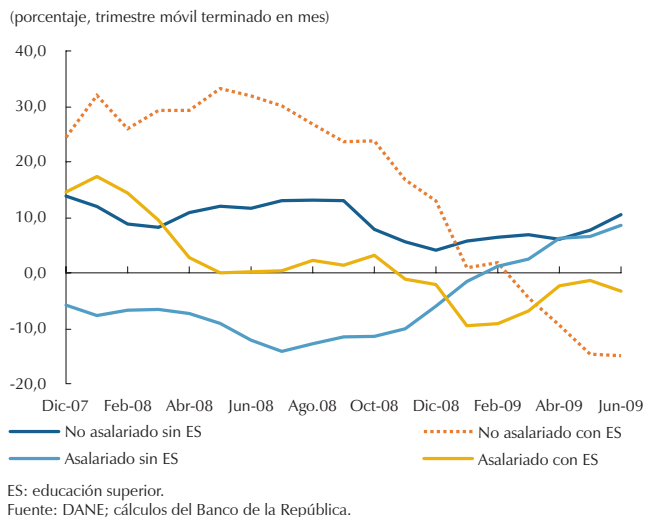
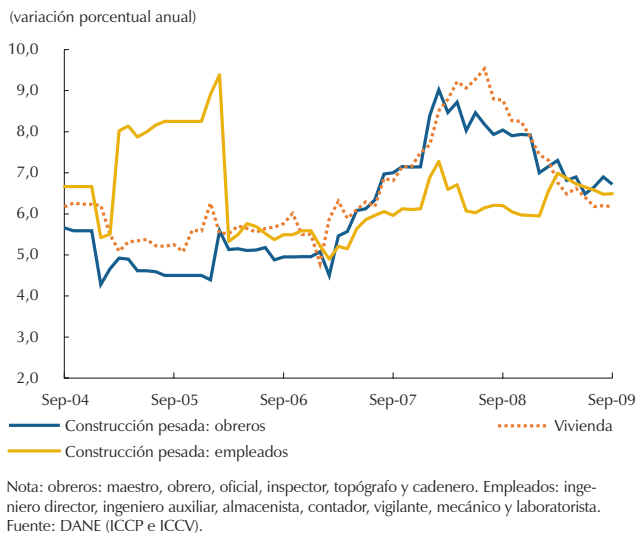


Gráfico 15
Índices de salarios sectoriales nominales:
construcción pesada y vivienda



de un incremento significativo del número de ocupados no asalariados sin educación superior en las 13 áreas (Gráfico 14), el cual puede considerarse un indicador de empleo de baja calidad. Al tiempo, los puestos de trabajo para personas calificadas (con educación superior) se han contraído a lo largo de 2009. De igual manera, el número de horas trabajadas por semana dan cuenta de una disminución en el tiempo trabajado para todos los ocupados en lo corrido de 2009. En el caso de los no asalariados sin educación superior, las horas trabajadas cayeron a una tasa anual de 1,5% en el trimestre terminado en junio. Adicionalmente, los ingresos totales para dichos trabajadores cayeron un 3,2% anual en el mismo período.

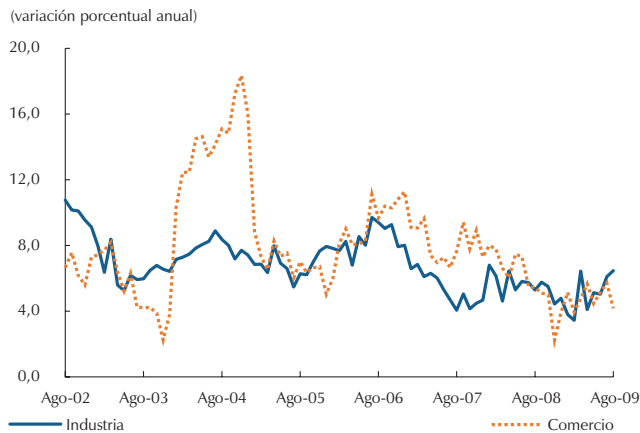
Dado lo anterior, hacia futuro podría esperarse una desaceleración del empleo total y, sobre todo, urbano, por diferentes razones. Primero, ya se registraron incrementos del empleo en 2009 a pesar de la debilidad de la producción; así, no habría capacidad para aumentar el nivel de ocupados en 2010, máxime si el crecimiento que se proyecta es moderado (como se muestra más adelante). Segundo, como se mencionó, las dificultades que perciben las empresas en cuanto al comercio con Venezuela pueden frenar una expansión de la mano de obra. Tercero, de mejorar las perspectivas, podría observarse una recomposición entre empleo formal e informal, antes que una expansión del empleo total. Por último, la recuperación económica debería estar acompañada de un uso más eficiente de la mano de obra, razón por la cual el incremento en producción se podría dar vía productividad mas no con mayor contratación. Al respecto cabe señalar que a finales del tercer trimestre (como se señala en el capítulo III de este informe), aunque ya se insinuaba una estabilización de la producción industrial, esto no había

impedido que el empleo en el sector siguiera cayendo, lo que sugiere que se estaría dando un uso más intensivo y eficiente de la mano de obra.

Con respecto a los salarios, la información disponible muestra un mercado laboral que continúa holgado, aunque en algunos sectores existe evidencia de una aceleración en el ajuste salarial. Para el tercer trimestre de 2009 los indicadores para la construcción pesada y de vivienda muestran ritmos de ajuste bajo y estable, excepto para los obreros, en cuyo caso se observó una ligera aceleración, pues pasaron de 6,7% en el segundo trimestre a 6,8% en el tercer trimestre (Gráfico 15).

Para el comercio, el aumento en los salarios nominales estuvo cerca de la meta de inflación. Así, entre julio y agosto la tasa de crecimiento anual de los salarios del comercio fue de 4,9%, igual a la del trimestre anterior. Sin embargo, en la industria los

Gráfico 16
Índices de salarios sectoriales nominales:
industria y comercio



Fuente: DANE (MMM y MMCM).

salarios se aceleraron de nuevo, pasando de 4,2% en el segundo trimestre a 6,3% en el promedio julio-agosto (Gráfico 16).

Finalmente, con información de las convenciones colectivas pactadas en 2009 según el Ministerio de Protección Social, los ajustes salariales para el presente año se dieron en su mayoría entre el 7% y el 8%. Por otro lado, para 2010 el 70% de los ajustes salariales de los trabajadores cobijados por convenciones se realizarán de acuerdo con el IPC de 2009, y cerca del 18% se hará entre 0 pp y 1 pp por encima del mismo. A diferencia de las convenciones pactadas en 2008, las de 2009 para el año siguiente están más concentradas en el resultado de la inflación (Cuadro 4).

Cuadro 4
Ajuste social según las convenciones colectivas

Porcentaje de beneficiados por nivel de incremento salarial pactado para el año en curso						
	<=5	(5,6]	(6,7]	(7,8]	(8,9]	>9
Pactado en 2008 (cifras a oct.) ^{a/}	2,3	46,8	31,1	13,1	4,5	2,3
Pactado en 2009 (cifras a oct.) ^{b/}	1,2	1,8	3,6	71,7	14,0	7,7

Porcentaje de beneficiados por nivel de incremento salarial pactado para el siguiente año						
	<7	>= 7	IPC	IPC + (0,1]	IPC + (1,2]	IPC + >2
Pactado en 2008 (cifras a oct.) ^{c/}	10,3	10,3	23,2	32,0	20,1	4,1
Pactado en 2009 (cifras a oct.) ^{d/}	1,0	1,3	69,7	18,4	9,0	0,6

a/ 222 convenciones colectivas a nivel nacional.

b/ 336 convenciones colectivas a nivel nacional.

c/ 194 convenciones colectivas a nivel nacional.

d/ 310 convenciones colectivas a nivel nacional.

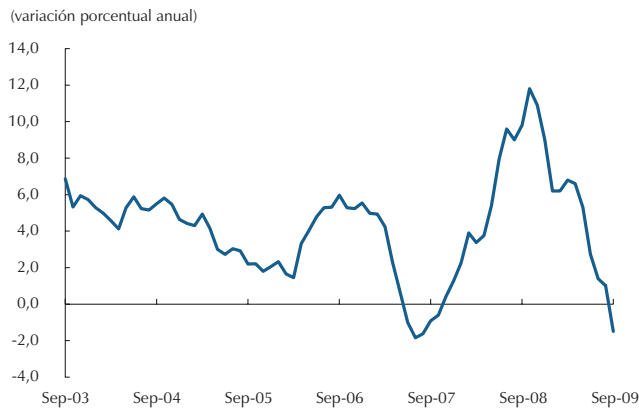
Fuente: Ministerio de la Protección Social; cálculos del Banco de la República.

La condición del empleo expuesta, sumada a la información de las convenciones colectivas, da indicios de que, a pesar de la reciente aceleración en los ajustes salariales de unos sectores específicos, hacia futuro no deberían esperarse presiones inflacionarias alcistas vía salarios.

3. Otros costos

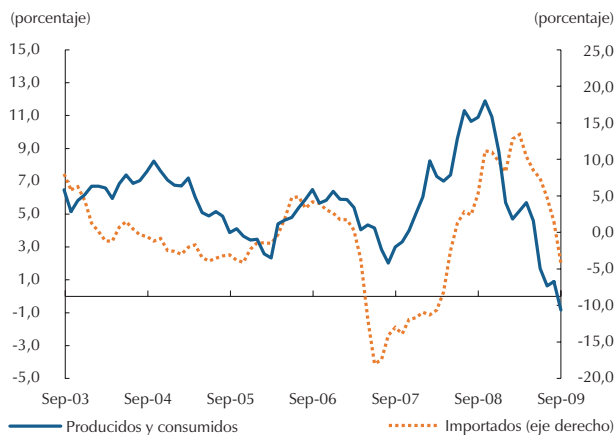
En el tercer trimestre de 2009 las presiones inflacionarias originadas en los costos no salariales se redujeron significativamente. En septiembre la inflación anual al productor, medida por el índice de precios del productor (IPP) total, fue -1,5%, lo que implicó una disminución de 423 pb en todo el tercer trimestre (Gráfico 17). En dicho mes su variación mensual fue de -0,8%, similar a la de meses anteriores. Descomponiendo por procedencia de los bienes, el hecho por destacar durante el tercer trimestre es una disminución más acentuada de la variación anual del IPP de

Gráfico 17
IPP total



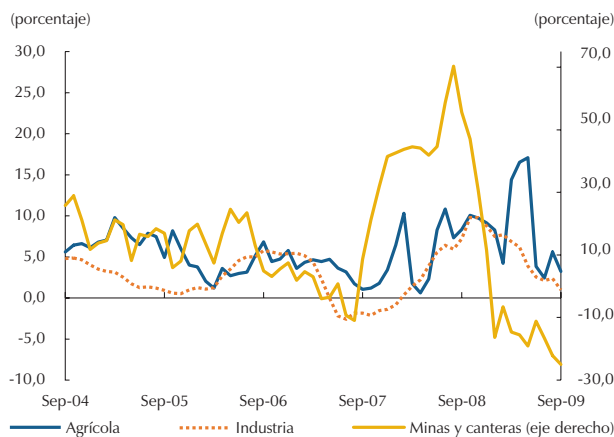
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 18
IPP por procedencia
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 19
IPP de producidos y consumidos por ramas
(variación porcentual anual)



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

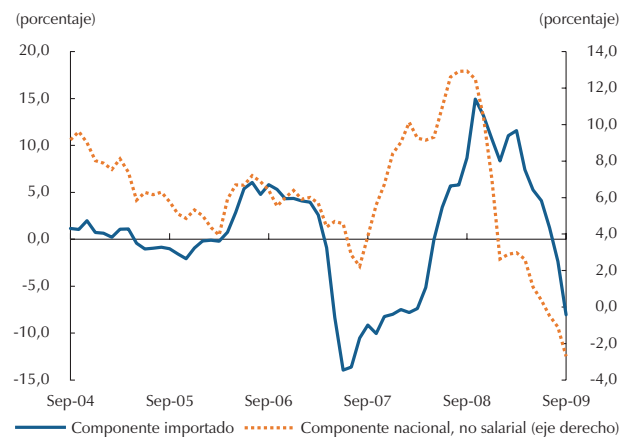
importados. Para septiembre la variación anual fue negativa en 4,2% en términos anuales, frente a una variación positiva de 7,4% en junio (Gráfico 18). Dicho comportamiento fue explicado por la apreciación del peso.

Por su parte, la variación anual del IPP de producidos y consumidos también se redujo de manera importante, aunque menos que en el caso del IPP importado: pasó de 1,7% en junio a -0,8% anual en septiembre (Gráfico 18). Al analizar el comportamiento de esta subcanasta por ramas de actividad económica, se encuentra que su descenso estuvo explicado por los componentes industrial y minero (Gráfico 19).

A partir del IPC, el IPP y las muestras sectoriales del DANE se estimaron los índices de costos no laborales ponderados utilizando la matriz de contabilidad social (SAM por su sigla en inglés). Los índices confirman que las presiones de costos han disminuido, tanto en los de origen nacional como en los importados. El componente nacional venía ajustándose en junio a una tasa del 0,4% y llegó en septiembre a -2,7% anual. Por su parte, el importado pasó de 4,1% a -8% anual en el mismo período (Gráfico 20).

En general, la apreciación del peso es el factor que más ha contribuido a reducir las presiones de costos no salariales en los últimos meses. Sin embargo, también han incidido factores internos como son la caída de costos en el sector industrial y minero, y una demanda interna débil.

Gráfico 20
Índices de los costos no salariales a partir de la SAM
(variación porcentual anual)

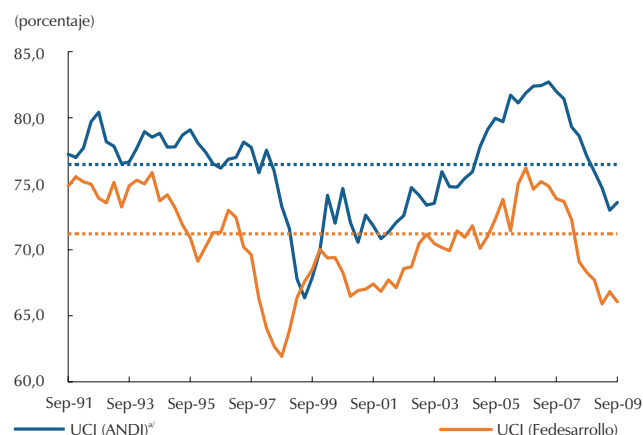


Fuente: cálculos del Banco de la República.

4. Excesos de capacidad productiva y presiones de demanda

Durante lo corrido de 2009 la reducción de la actividad económica ha llevado a una disminución significativa de las presiones inflacionarias de demanda. Al igual que en trimestres pasados, en el tercer trimestre dicha situación ha estado acompañada de una menor utilización de la infraestructura productiva del país.

Gráfico 21
Utilización de la capacidad instalada (UCI)



a/ La serie UCI de la ANDI se trimestraliza usando el promedio aritmético. El dato de septiembre de 2009 corresponde al promedio de los meses de julio y agosto.
Fuentes: ANDI y Fedesarrollo.

La tendencia negativa que venían presentando a lo largo de 2009 los indicadores de capacidad productiva de la Asociación Nacional de Empresarios de Colombia (ANDI) y de Fedesarrollo parece haber tocado fondo en el tercer trimestre. Sin embargo, hacia agosto y septiembre la utilización de capacidad instalada se ubica aún en niveles significativamente inferiores al promedio histórico. Específicamente, la utilización de capacidad instalada de Fedesarrollo correspondiente al segundo trimestre de 2009 se ubicó en 66,3%, cifra inferior al 68,6% del mismo trimestre de 2008 y 4,9 pp por debajo del promedio histórico (Gráfico 21). Por su parte, en agosto el indicador de la ANDI se ubicó en 73,6%, 2,8 pp por debajo del promedio histórico.

La baja utilización del capital ha ido de la mano de un mercado laboral holgado que, como ya se mencionó, resulta de una expansión de la oferta laboral que no ha alcanzado a ser absorbida en su totalidad por la economía. Como resultado, cálculos preliminares del Banco indican que la tasa de desempleo observada hoy en día supera aquella tasa que es compatible con una inflación estable y baja, denominados *non-accelerating inflation rate of unemployment* (Nairu). Es decir, tanto la utilización de capacidad como la brecha del mercado laboral limitan hoy en día la aparición de presiones sobre costos salariales y sobre los precios.

Ahora bien, como se escribió en informes anteriores, a finales de 2008 y en el primer semestre de 2009 la economía colombiana sufrió distintos choques que limitaron su crecimiento económico potencial y que, adicionalmente, generaron incertidumbre sobre la evolución de la actividad productiva en el corto y mediano plazos. Actualmente, son especialmente relevantes las restricciones comerciales que han impuesto algunos socios, pues éstas podrían incidir en el desempeño económico del país en el largo plazo.

Al considerar estos factores, las diferentes estimaciones econométricas efectuadas para este informe sobre el PIB potencial apuntan a un crecimiento promedio para 2009 entre el 3% y el 4%, por debajo del 4,4% considerado para 2008 (Gráfico 22). Esto implicaría que la brecha del producto sería cercana al -2,2% en promedio para todo 2009, dado el crecimiento esperado para este año, como se presenta en el tercer capítulo de este informe (Gráfico 23). Debe recordarse que la evolución de la brecha del producto dependerá en gran parte de la capacidad de recuperación

La tasa de desempleo supera hoy en día a la Nairu.

Gráfico 22
Crecimiento anual del PIB: observado y potencial (promedio anual)

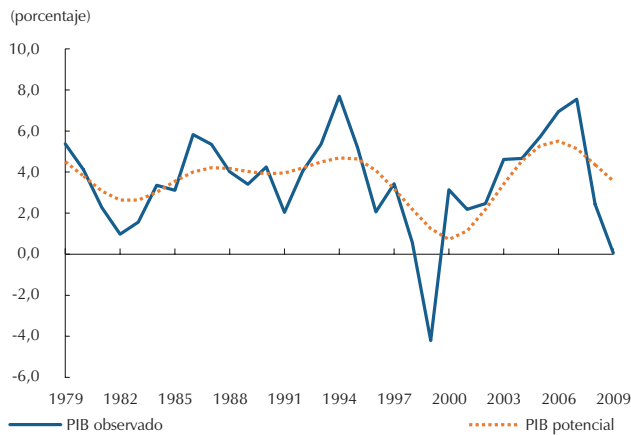


Gráfico 23
Brecha del producto (promedio anual)

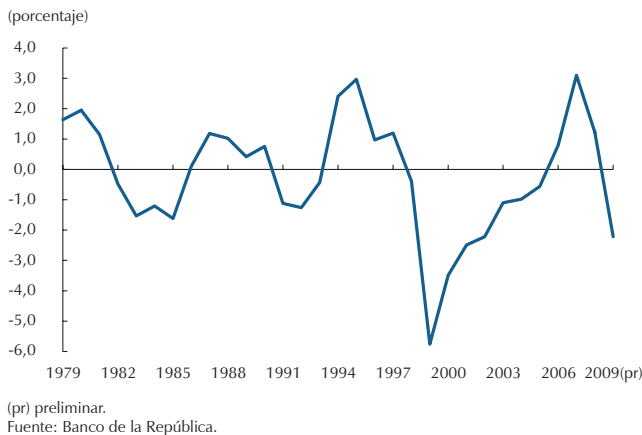
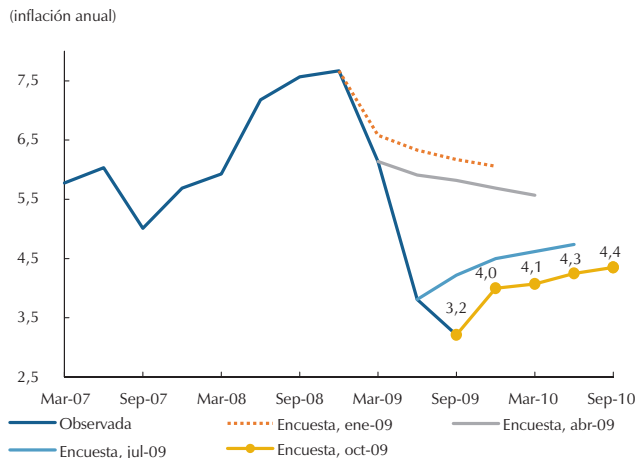


Gráfico 24
Inflación observada y expectativas de inflación (a tres, seis, nueve y doce meses)



de las economías industrializadas y del ritmo de crecimiento en las economías emergentes.

5. Expectativas de inflación

En general, las expectativas de inflación para este y el próximo año siguen presentando un comportamiento a la baja, pues se mantienen por debajo del piso del rango meta fijado por la JDBR para 2009 (entre 4,5% y 5,5%) y en algunos casos se ubican dentro de la meta de largo plazo definida por la JDBR (de 2% a 4%). De acuerdo con la encuesta trimestral de expectativas del Banco de la República, aplicada a una amplia gama de agentes y analistas a comienzos de octubre, la inflación promedio esperada para finales de 2009 es de 4,0%, valor inferior en 50 pb al registrado en la encuesta trimestral anterior. A un horizonte de un año la inflación esperada es de 4,35%, también menor que lo obtenido en julio, aunque todavía alta si se tienen en cuenta la meta de largo plazo (Gráfico 24).

Por cuanto la inflación y las expectativas de inflación han descendido, las de incrementos salariales han venido revisándose a la baja. En la misma encuesta trimestral, el ajuste salarial esperado por los encuestados para 2010 se encuentra en el 5,2% (Gráfico 25). Debe tenerse en cuenta que el anuncio por parte de la JDBR de la meta de inflación para 2010 (entre 2% y 4%) fue realizado después de haber ejecutado la encuesta.

Gráfico 25
Incremento salarial promedio esperado para los años 2009 y 2010

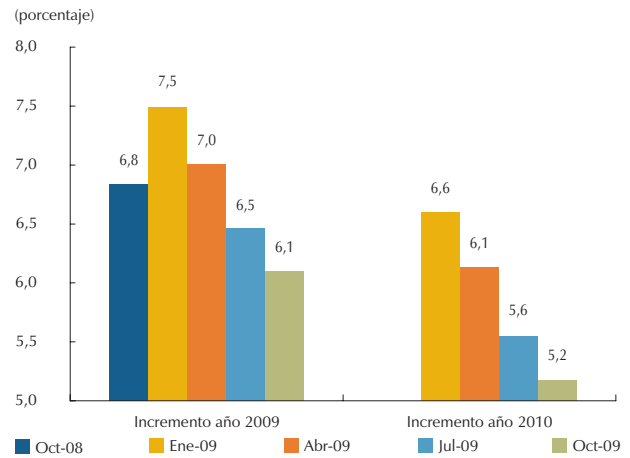
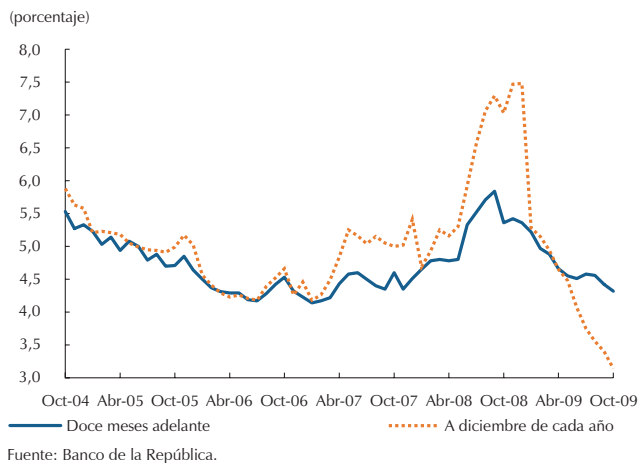


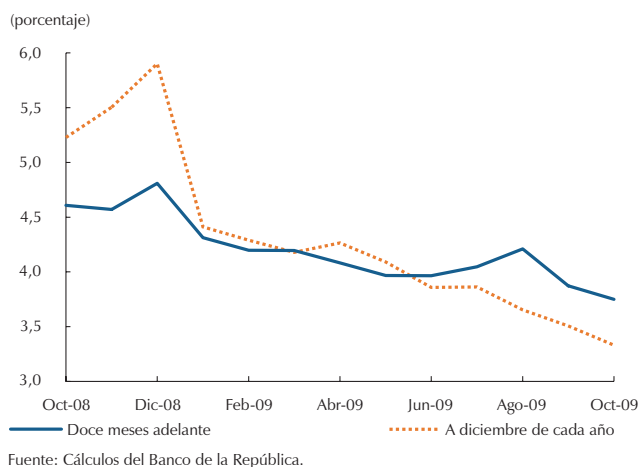
Gráfico 26
Pronóstico de inflación anual de bancos y comisionistas de bolsa



Por su parte, la encuesta mensual de expectativas efectuada a operadores del mercado financiero, aplicada a comienzos de octubre, muestra una inflación esperada para diciembre de 2009 de 3,14%, valor inferior al piso del rango meta fijado por la JDBR y 26 pb menos que el observado hace un mes (Gráfico 26). Las expectativas a doce meses también presentaron un descenso (10 pb) ubicándose en 4,32% (Gráfico 26).

Los analistas del sistema financiero esperan una inflación sin alimentos de 3,3% a diciembre de este año y de 3,7% para diciembre del próximo año, lo cual reflejaría que los agentes están esperando un repunte de la inflación de alimentos doce meses adelante (Gráfico 27).

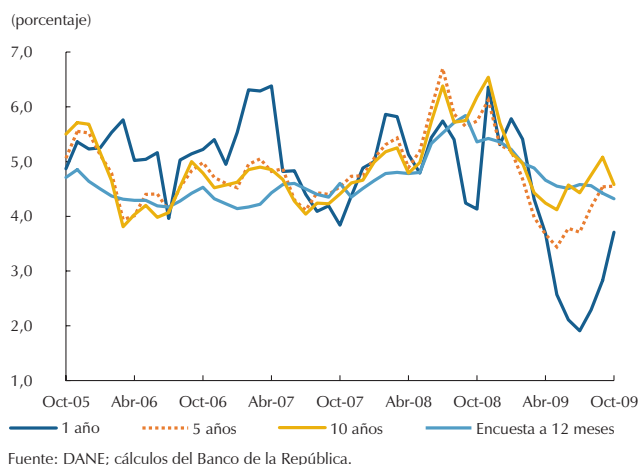
Gráfico 27
Pronóstico de inflación anual (sin alimentos) de bancos y comisionistas de bolsa



Finalmente, las expectativas de inflación promedio obtenidas de los TES (con datos preliminares al 20 de octubre) se ubican en 3,71%, 4,55% y 4,58%, para los títulos a 1, 5 y 10 años, respectivamente (Gráfico 28).

Conviene señalar que ninguno de los resultados presentados recoge el efecto del anuncio de la JDBR de una meta de inflación entre 2% y 4% para 2010, lo cual podría traducirse en menores expectativas de precios y salarios.

Gráfico 28
Indicadores de expectativas de inflación anual implícitas en el mercado de TES

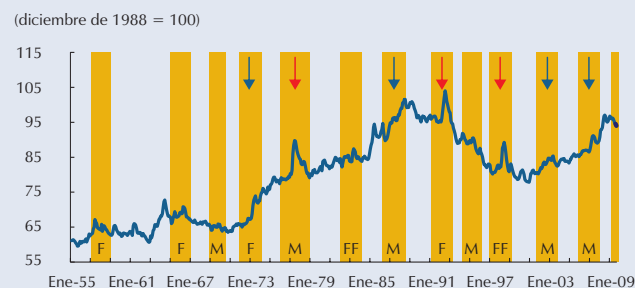


Recuadro 1 EL NIÑO Y EL PRECIO DE LOS ALIMENTOS EN COLOMBIA

Edgar Caicedo
Adolfo L. Cobo S. *

De acuerdo con el Instituto de Hidrología, Meteorología y Estudios Ambientales (Ideam) y con agencias internacionales de meteorología como la Administración Nacional Oceánica y Atmosférica de los Estados Unidos (NOAA, por su sigla en inglés), en las últimas cinco décadas se han presentado trece episodios del fenómeno de El Niño en Colombia de variada intensidad. El Ideam¹ ha definido tres tipos de Niño: 1) entre débil y moderado; 2) fuerte y 3) muy fuerte (véase Gráfico R1.1).

Gráfico R1.1
Episodios de El Niño y precio relativo de los alimentos deflactado por IPC total sin alimentos



Nota: M: Niño entre débil y moderado; F: Niño fuerte; FF: Niño muy fuerte.
Fuentes: DANE e Ideam.

Como se aprecia en el Gráfico R1.1, los precios relativos de los alimentos en Colombia han tenido un comportamiento muy diverso durante la ocurrencia de episodios de El Niño, de tal manera que el impacto de éste sobre la inflación al consumidor no ha sido acorde con su intensidad. Lo anterior se explica porque, cuando El Niño se ha presentado en el país, su efecto sobre el régimen de lluvias por regiones no ha sido regular ni sistemático y porque, además, en épocas de Niño se han presentado otros acontecimientos de tipo económico, que también han incidido en la evolución de los precios de los alimentos, tales como depreciación del tipo de cambio, presiones de demanda, incremento de precios internacionales de los alimentos y del petróleo, entre otros.

* Los autores son, en su orden, profesional experto y jefe de la Sección de Inflación del Banco de la República. Las opiniones expresadas son responsabilidad de los autores y no comprometen al Banco de la República, ni a su Junta Directiva.

1 Al respecto ver Ideam (2002), "Efectos naturales y socioeconómicos del fenómeno El Niño en Colombia", marzo de 2002, Bogotá, Colombia y la dirección electrónica. También véase: <http://www.ideam.gov.co/files/atlas/El%20Ni%C3%B1o%20y%20La%20Ni%C3%B1a.htm>. Existe algunas inconsistencias en la información de los dos documentos señalados del Ideam, las cuales se aclararon vía telefónica hablando con la subdirección de meteorología del Ideam.

Del análisis del gráfico se concluye que sólo en tres ocasiones El Niño se ha presentado aislado, sin que se registraran otros eventos económicos, con impactos importantes sobre los precios de los alimentos. En Colombia estos episodios han ocurrido en 1976-1978, 1991-1992 y 1997-1998 (flechas rojas del gráfico). En dichos períodos los precios relativos de los alimentos se incrementaron mucho en el primer semestre del segundo año y luego descendieron abruptamente en la segunda mitad de ese mismo año. En consecuencia, el efecto inflacionario de un Niño aislado es muy limitado durante el primer año, mientras que durante el segundo año su impacto sobre la inflación de alimentos y total tiende a ejercer presiones alcistas a comienzos de año y bajistas a finales. Para el año completo el efecto sobre la inflación suele ser relativamente pequeño dado el comportamiento de *u* invertida que adquieren los precios de los alimentos.

En otros episodios en donde El Niño impactó con fuerza los precios relativos de los alimentos, sin que estos se hayan devuelto en el segundo año —como en los años 1972-1973, 1986-1987, 2002-2003, 2006-2007 (flechas azules del gráfico)—, se han presentado simultáneamente situaciones de aumento de precios internacionales de alimentos y del petróleo, de depreciación del peso y de una economía en auge (presiones de demanda). En general, en estos casos las alzas de los precios de los alimentos fueron menos transitorias y se prolongaron por más de un año, con un impacto mayor sobre la inflación total al finalizar el año.

En la actualidad el Ideam y la NOAA han confirmado la presencia de un fenómeno de El Niño, que hasta ahora se considera de intensidad entre débil y moderada². El Niño actual comenzó a mediados de año y se espera que su mayor impacto se extienda entre el cuarto trimestre de 2009 y el primero de 2010, en especial con una reducción de las precipitaciones en la costa Caribe y en la región andina colombiana.

Se estima que el efecto de El Niño sobre la inflación al consumidor para finales de 2009 debe ser muy reducido. Para 2010 se puede esperar que El Niño, de afectar al país, aumente los precios de los alimentos de manera importante en el primer semestre. Sin embargo, estos precios deberían descender sustancialmente durante la segunda mitad del próximo año. Lo anterior, siempre y cuando no se presenten otras circunstancias ajenas a este fenómeno climático, como aumentos fuertes en precios internacionales de productos básicos o depreciación del peso.

2 La mayoría de los modelos de pronósticos de las agencias meteorológicas internacionales no tienen previsto un fortalecimiento de El Niño, pero en el pasado algunos eventos pasaron de moderado a fuerte, o siendo inicialmente fuertes terminaron considerados muy débiles.

Recuadro 2

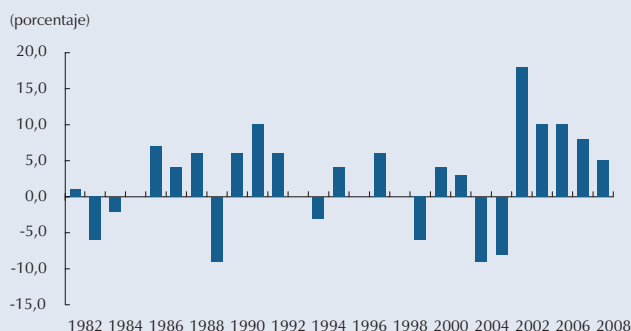
LA ECONOMÍA VENEZOLANA Y EL IMPACTO DE LA DISMINUCIÓN DEL COMERCIO SOBRE LA ECONOMÍA COLOMBIANA

Pilar Esguerra Umaña*

1. La economía venezolana

En la presente década Venezuela ha experimentado una importante transformación productiva que ha guiado su comportamiento económico y ha tenido impacto sobre la evolución de su comercio con Colombia. En los últimos cuatro años, además, la economía vecina registró una expansión notable de su actividad, como resultado de un alza sin precedentes del precio del petróleo y de las políticas fiscales, monetarias y laborales procíclicas seguidas por las autoridades (Gráfico R2.1). Es importante entender las principales características que ha tenido este proceso de transformación, así como la coyuntura económica y sus perspectivas, dado el gran impacto que tiene sobre el desempeño económico de nuestro país. Las proyecciones sobre la economía venezolana para el futuro cercano se han deteriorado, lo que se ha sumado a la amenaza de una restricción abrupta del comercio con Colombia por parte de las autoridades vecinas.

Gráfico R2.1
Crecimiento del PIB de Venezuela



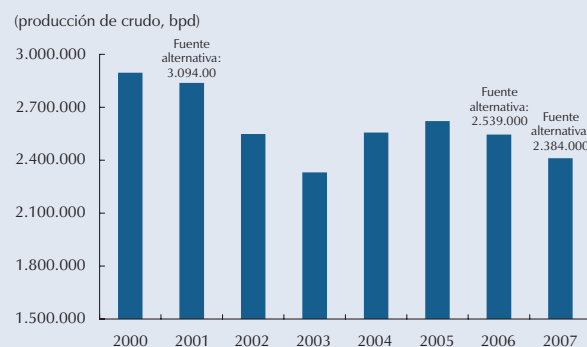
Fuente: Banco Central de Venezuela

El punto de quiebre de los principales cambios de la política económica reciente en Venezuela es 2002, año en el cual se estableció el control actual de cambios y divisas. Este control, en principio, fue una de las respuestas de política a la disminución de la cotización del petróleo en los mercados internacionales registrada a comienzos de la década, la cual impactó negativamente la actividad productiva del vecino país. A ello se sumó la incertidumbre política que llevó a la huelga de la compañía de Petróleos de Venezuela (PDVSA) en 2003. La producción de petróleo cayó a menos de la mitad y no se recuperaría a los ni-

* La autora es, asesora de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República. Las opiniones expresadas son responsabilidad de la autora y no comprometen al Banco de la República, ni a su Junta Directiva.

veles de antes de la huelga (pasó de casi 3 millones de barriles a menos de 2,5 millones, Gráfico R2.2), afectando de manera negativa la evolución de la actividad petrolera de la nación vecina.

Gráfico R2.2
Producción de petróleo en Venezuela



Fuente: Banco Central de Venezuela

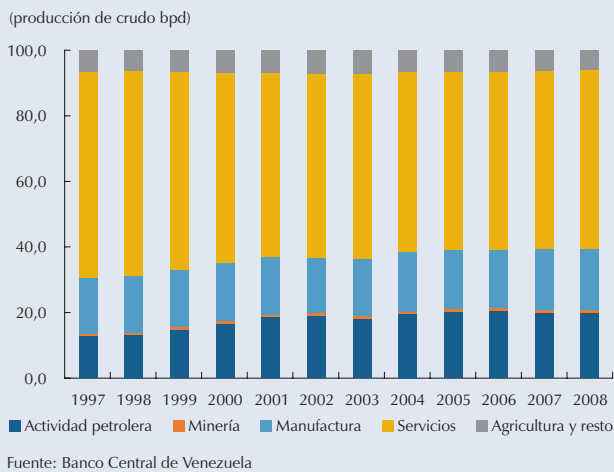
El control de cambios fue complementado a partir de 2002 con otras políticas económicas por parte del gobierno venezolano, como las siguientes:

- Mantenimiento de un tipo de cambio fijo y controlado
- Establecimiento de controles a los precios de bienes de consumo básico
- Importaciones masivas de alimentos y venta de productos subsidiados mediante la misión Mercal
- Subsidios al precio de la gasolina
- Creciente control estatal de la economía por medio de expropiaciones y toma de los órganos directivos de las empresas públicas
- Mayor gasto público

La mayor parte de estas políticas se han mantenido hasta hoy. Los controles de cambios y de precios, así como las normas sobre las expropiaciones a empresas y bancos han venido acompañados de disminuciones en la inversión y producción de sectores como la agricultura y la industria. En el Gráfico R2.3 se aprecia cómo ha disminuido en los últimos años la participación en el producto de sectores como la agricultura, las actividades petroleras y la manufactura y, como consecuencia de ello, ha ganado importancia relevante el sector servicios, que hoy en día representa casi un 70% del PIB¹.

1 Entre los desincentivos a la inversión y producción en Venezuela también ha desempeñado un papel importante la revaluación

Gráfico R2.3
Composición del PIB de Venezuela



En este contexto entre 2004 y 2008 la economía vecina experimentó un choque externo positivo por el incremento del precio del petróleo. Esto condujo a un crecimiento alto, liderado por el crecimiento del consumo interno (Gráfico R2.4). La demanda agregada interna real del vecino país experimentó un significativo aumento (con tasas promedio anual superiores al 13%), en un ambiente de fuerte expansión fiscal² y del crédito bancario³. A esto se le sumó el crecimiento de las remuneraciones⁴. Estas políticas macroeconómicas expansivas y procíclicas repercutieron en el crecimiento del empleo y la expansión del ingreso no asalariado, configurándose un aumento muy importante del consumo de todo

real del bolívar, como consecuencia del mantenimiento de un tipo de cambio fijo al tiempo que la inflación ha seguido su tendencia ascendente. También, como consecuencia de ello, las ventas externas de productos distintos al petróleo han seguido perdiendo participación en las exportaciones de la economía vecina.

- 2 Sin embargo, no puede decirse que ello obedeciera al aumento del gasto del gobierno central, pues hay dos hipótesis: la del impacto del gasto extrapresupuestario, que suplió la deficiencia del gasto presupuestario mediante los mecanismos de gasto público realizados al margen de la ley de presupuesto del vecino país (por medio de empresas públicas como PDVSA) y, también, se puede destacar que la referida deficiencia fue colmada por la notoria expansión que tuvo el crédito. En 2008 el déficit fiscal en Venezuela fue de 1,2% del PIB, pero en 2009 se proyecta que aumente hasta un 7% del PIB, como consecuencia de los menores ingresos petroleros, junto con mayores gastos. Además, se espera que PDVSA exhiba un déficit que deberá ser cubierto con el presupuesto nacional.
- 3 Según el Banco Central de Venezuela (BCV), el crédito al consumo se expandió en el vecino país a tasas de más del 90% en estos años, y la cartera de créditos de la banca comercial y universal lo hizo a tasas superiores al 70%.
- 4 El aumento del índice de remuneración urbana en 2007 fue 17,5%, según un estudio elaborado por el BCV.

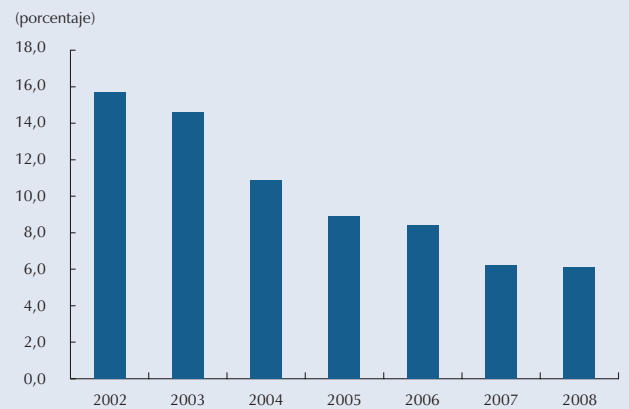
tipo, que favoreció no solo al sector corporativo de la economía, sino también a los trabajadores por cuenta propia y a segmentos de la economía informal.

Gráfico R2.4

A. Venezuela: crecimiento del PIB y el consumo interno 2002-2008



B. Venezuela: tasas de desempleo

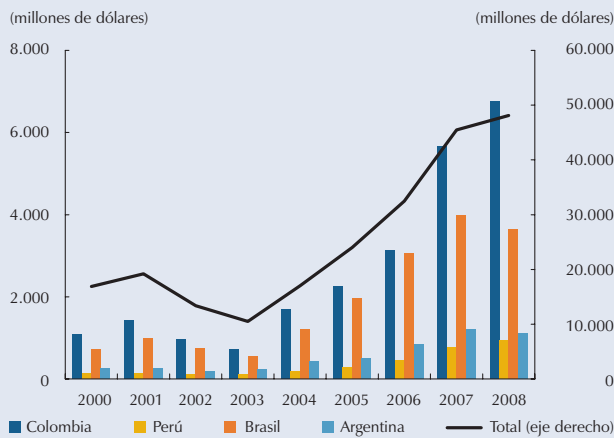


Las ventas del vecino país de toda clase de bienes aumentaron notablemente⁵. La mayor demanda en Venezuela se surtió en este período con una expansión muy importante de las compras externas, especialmente de bienes de consumo (Gráfico R2.5). Entre 2004 y 2008 las importaciones

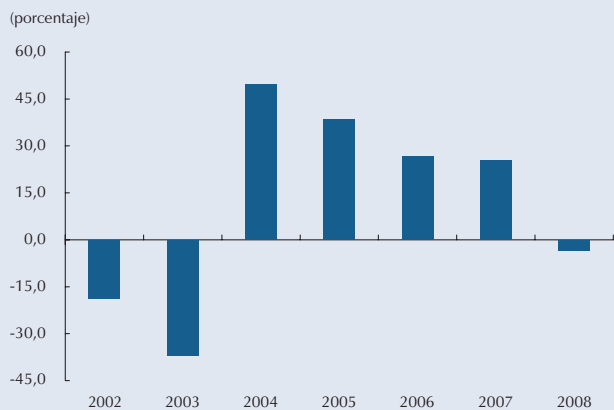
- 5 Las ventas comerciales alcanzaron niveles nunca vistos, incluso en los bienes durables. Dicha expansión, sin embargo, no vino acompañada de un aumento en las mismas proporciones de la inversión privada, en parte, por los desincentivos existentes sobre la producción agrícola y la manufacturera. El coeficiente de inversión, que incluye en su mayor parte la inversión acometida por el Estado, se situó en 28%, como promedio para el período 2004-2007. Por su parte, el flujo de la inversión extranjera directa se ha vuelto negativa, tal como se aprecia en el Gráfico R2.5 y el Cuadro R2.1.

Gráfico R2.5

A. Importaciones de Venezuela 2000-2008



B. Crecimiento de la inversión en Venezuela



Fuente: Banco Central de Venezuela y Consensus Forecats

venezolanas crecieron a una tasa de 54% anual en dólares⁶, siendo sus principales abastecedores los Estados Unidos (28% del total importado) y Colombia (16% de las importaciones). No obstante este importante incremento de las compras externas en el mercado de alimentos y bienes de consumo, se ha presentado desabastecimiento en algunos períodos de los últimos años. Esta situación ha sido uno de los determinantes de las altas tasas de inflación registradas (Cuadro R2.1). Hoy en día Venezuela se caracteriza por tener la tasa más alta de variación de los precios al consumidor del hemisferio occidental.

Aunque la caída de los precios del petróleo por efecto de la crisis se ha revertido parcialmente en este año y los próximos, es difícil que confluyan los factores que llevaron a este incremento del consumo y las compras venezolanas del exterior.

6 Las procedentes de Colombia crecieron a una tasa anual de 75% en este mismo período, las de Perú a una de 111%, las de Argentina a 39% y las de Brasil a 50%.

Por el contrario, según distintos analistas, los desequilibrios fiscales y externos latentes podrían comenzar a ejercer una presión desfavorable sobre la actividad productiva en el vecino país⁷. A ello se sumarían los desequilibrios estructurales de los mercados que han generado las políticas de controles de precios, al tiempo que el consumo se expandía sin medida⁸. También se ha reducido el margen de maniobra de las autoridades para implementar políticas contracíclicas. Así las cosas, como lo coinciden en afirmar los pronósticos sobre el desempeño económico de Venezuela en 2009 y 2010, habrá un fuerte deterioro de sus indicadores de crecimiento —aquí se presentan los del Fondo Monetario Internacional (FMI) y Consensus Forecasts—(Cuadro R2.2).

2. Impacto sobre la economía colombiana de una disminución del comercio con Venezuela, según el modelo GTAB

Intentar medir el impacto que tendría un cierre abrupto de las exportaciones de Colombia a Venezuela es una tarea compleja. Son tantos los factores que influyen, que para medir estos efectos hay que recurrir a instrumentos sofisticados, tales como los modelos de equilibrio general. Con la colaboración del Departamento Nacional de Planeación (DNP) se ha utilizado un modelo de esta naturaleza, conocido como GTAB, para simular estos impactos. Vale la pena aclarar que modelos como éste tienen algunas limitaciones⁹. El modelo refleja la estructura de la economía, con el comercio observado en el año 2004 y los impactos que aquí se presentan corresponden a los de largo plazo. Utilizando este modelo se simuló una situación en la cual el choque de disminución de las ventas colombianas hacia ese destino fuera de 60%¹⁰.

Como se puede apreciar en el Cuadro R2.3, con un cierre parcial del comercio como el descrito, la caída del PIB en

7 Según el Economist Intelligence Unit, en 2009 podría ya registrarse en Venezuela un déficit de cuenta corriente que vendría a sumarse al déficit fiscal ya recurrente. Esto ha llevado a las autoridades del vecino país a restringir el presupuesto de divisas de importación, el cual manejado mediante la Comisión Administradora de Divisas (Cadivi).

8 En varios mercados los controles de precios en los servicios públicos, al tiempo que disminuye la inversión en infraestructura, han llevado a desabastecimiento, lo que se traducirá en racionamientos de agua y electricidad, lo cual también impactará negativamente el crecimiento de la nación vecina en 2009 y 2010.

9 En ocasiones, por ejemplo, se les califica de pesimistas porque no son capaces de predecir el surgimiento de nuevos productos de exportación, ya que se basan en la estructura de la economía en un año dado.

10 Correspondiente a un aumento del 200% del arancel entre los dos países.

Cuadro R2.1
Algunos indicadores macroeconómicos de Venezuela

	Cuenta corriente (porcentaje del PIB)	Cuenta de capital	Exportaciones (millones de dólares)	Importaciones (millones de dólares)	Inversión extranjera (porcentaje del PIB)	Reservas (millones de dólares)	Deuda externa	Tasa de cambio (bolívars/dólar)
1997	8,70	0,4	25,9	14,9	6,2			488,1
1998	(4,40)	2,2	17,1	16,8	5,0			547,1
1999	2,10	(1,0)	21,0	14,5	2,9			605,2
2000	11,90	(3,5)	33,5	16,9	4,7			679,4
2001	2,00	(4,0)	26,7	19,2	3,7	18,5	36,0	723,2
2002	7,60	(9,2)	26,8	13,4	0,8	14,9	35,0	1.159,9
2003	11,80	(5,5)	27,2	10,5	2,0	21,4	40,0	1.606,7
2004	15,50	(10,9)	39,7	17,0	1,5	24,2	44,0	1.883,1
2005	25,40	(16,4)	55,7	24,0	2,6	30,4	45,0	2.107,3
2006	27,10	(19,2)	65,2	32,5	(0,6)	37,4	45,0	2.147,3
2007	20,00	(22,9)	69,2	45,5	0,6	34,3	58,0	2.147,3
2008	39,20	(26,0)	95,5	48,1	1,7	43,1	45,0	2.147,3

Fuente: Banco Central de Venezuela

Cuadro R2.2
Proyecciones para Venezuela

	Consensus Forecasts		FMI	
	2009	2010	2009	2010
PIB (variación anual)	(1,5)	0,5	(0,5)	0,5
Inflación (variación anual)	30,8	33,3	36,4	43,5
Cuenta corriente (porcentaje)	0,2	2,0		
Balance fiscal (porcentaje del PIB)	(4,7)	(4,2)		

Fuente: Consensus Forecasts, FMI

Cuadro R2.3
Colombia: agregados macroeconómicos

Indicador	Crecimiento porcentual
PIB real	(1,01)
Consumo real	(0,51)
Exportaciones reales	(3,08)
Importaciones reales	(3,95)
Tasa de cambio real	1,15

Remuneración a los factores de producción	
Factor	Crecimiento porcentual
Trabajo calificado	(0,99)
Trabajo no calificado	(1,17)
Capital	(1,15)

Fuente: Modelo GTAB, DNP.

Colombia sería de 1,01%, la disminución del consumo de 0,51%. Las exportaciones reales disminuirían en total 3,08%, y las importaciones reales en -3,95%. Como es de esperarse, *ceteris paribus*, esto último tendría un efecto devaluacionista real de 1,15%. Por su parte, las remuneraciones en Colombia caerían en 0,99% para el trabajo calificado y en 1,17% para el no calificado, además de un -1,15% para el capital. En Venezuela los impactos podrían ser aún mayores¹¹.

En el Cuadro R2.4 se presentan los efectos más importantes sobre distintos sectores que registran los mayores valores de exportación al mercado del vecino país.

Como se puede apreciar, el sector más perjudicado en términos de sus exportaciones sería el de producción de ganado, con una caída de 58%, seguido por el de vehículos (-43%), el de la carne procesada (-40,4%), el de los lácteos (-36%), el de los cereales (-27%), y el de la maquinaria y equipo (-14,8%), entre otros. Por su parte, los sectores que más verían disminuida su producción serían los vehículos,

11 De acuerdo con el mismo modelo, la restricción comercial implicaría una disminución del PIB en Venezuela de 1,34%, del consumo real de -1,51%, de las exportaciones reales de -0,99% y de las importaciones reales de -5,03%. El impacto sobre la tasa de cambio, a diferencia de Colombia, sería revaluacionista en 2,03%, lo que se explica por un aumento más que proporcional de la inflación ocurrida por esta restricción comercial. Por su parte, el trabajo calificado vería disminuidas sus remuneraciones en 1,46%, mientras que las del trabajo no calificado caerían en -0,91% y las ganancias del capital en 1,50%. Estos resultados, sin embargo, suponen que las autoridades venezolanas no reaccionan con otras medidas, tales como reducciones de los aranceles a terceros o la firma de nuevos acuerdos comerciales.

Cuadro R2.4
Sectores más afectados con una disminución de las exportaciones a Venezuela

Exportaciones colombianas	Variación porcentual	Producción sectorial	Variación porcentual
Ganado	(57,40)	Vehículos	(21,92)
Vehículos	(43,60)	Ganado	(6,58)
Carne	(40,39)	Textiles	(6,26)
Lácteos	(36,68)	Maquinaria y equipo	(5,19)
Cereales	(27,10)	Vestidos y confecciones	(3,64)
Maquinaria y equipo	(14,76)	Azúcar	(2,87)
Textiles	(14,05)	Carne	(1,81)
Otros minerales	(11,47)	Productos químicos y plásticos	(1,80)
Otros productos animales	(10,90)	Productos de papel e imprentas	(1,57)
Azúcar	(9,24)	Otros productos alimenticios	(1,53)

Fuente: Modelo GTAB, DNP.

con una caída del 21,9%, así como el ganado (-6,58%), los textiles (-6,26%), entre los más importantes. Todos estos efectos, como se anotó, son de largo plazo y después de que opere un proceso de sustitución de mercados, que seguramente ocurrirá. Así, algunas de las ventas que se realizan actualmente al vecino país se dirigirían a otros destinos. Los principales mercados a los que Colombia lograría sustituir las ventas que actualmente dirige a Venezuela serían Ecuador, los Estados Unidos, América Central y América Latina. Esta sustitución es el factor más importante para evitar un impacto mayor sobre el PIB en Colombia como consecuencia de una posible restricción comercial con el vecino.

II. MERCADOS FINANCIEROS

Aunque las condiciones financieras de los países desarrollados siguieron mejorando, el crédito no se ha recuperado y la percepción de riesgo se mantuvo relativamente alta.

En este entorno, el dólar continuó debilitándose frente a numerosas monedas incluido el peso.

En Colombia, los agregados monetarios se han desacelerado al igual que la cartera. La de consumo sigue estancada pero la hipotecaria crece a buen ritmo.

La cartera comercial se desaceleró, lo que ha sido parcialmente compensado por la emisión de bonos del sector real.

La reducción de las tasa de interés de política se ha transmitido rápidamente a las tasas de mercado.

A. MERCADOS EXTERNOS

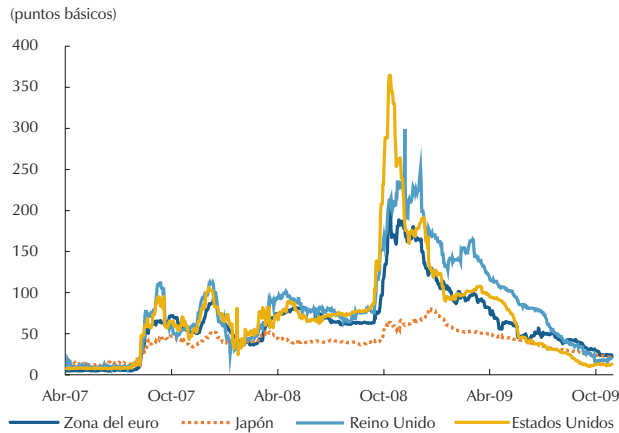
Durante el tercer trimestre del año los mercados financieros internacionales continuaron recuperándose. Las acciones de política ejecutadas por las autoridades económicas de los países desarrollados desde finales del año pasado han permitido disminuir considerablemente los riesgos sistémicos y han hecho posible que las condiciones de liquidez retornen a niveles aceptables. No obstante, persisten grandes problemas como la parálisis que aún enfrenta el canal de crédito, además de las dudas sobre la solvencia de los bancos y el estado real de sus balances.

La disminución de las tasas de interés de referencia a niveles cercanos a cero por parte de los principales bancos centrales del mundo por cerca de un año², así como

Los riesgos en el sistema financiero internacional han disminuido gracias a las acciones de política de las autoridades económicas.

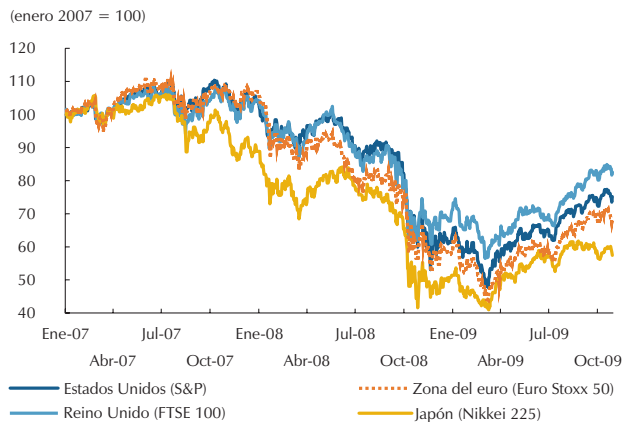
² La tasa de referencia de los Estados Unidos se encuentra en un intervalo entre 0% y 0,25%, la de Japón y del Reino Unido se ubican en 0,1% y 0,5%, respectivamente. El Banco Central Europeo

Gráfico 29
Diferenciales en tasas de los mercados interbancarios:
Libor vs. OIS a tres meses



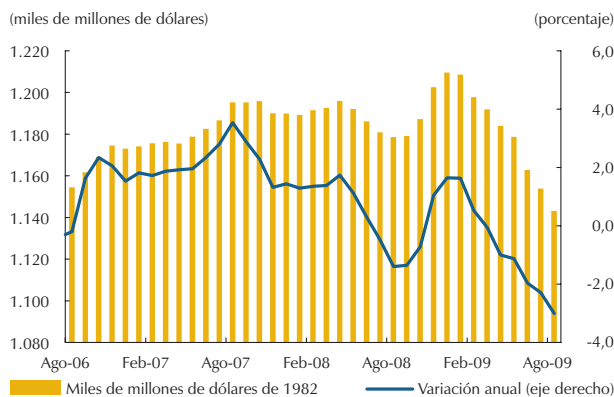
Nota: datos a 31 de octubre.
Fuentes: Bloomberg.

Gráfico 30
Índices de acciones de algunas economías desarrolladas



Nota: datos a 31 de octubre.
Fuentes: Bloomberg.

Gráfico 31
Crédito de consumo total en los Estados Unidos deflactado
con IPC total



a/ deflactado con el IPC total
Fuente: Cálculos del Banco de la República.

la implementación de las políticas que facilitaron el acceso de liquidez al sistema bancario, incluyendo la compra de activos y de deuda de largo plazo³, han hecho posible que hoy en día diversos indicadores que muestran el riesgo de liquidez en el mercado interbancario (como el *Libor-OIS spread*) hayan retornado a niveles considerados como normales y similares a los observados antes de septiembre de 2008 (Gráfico 29).

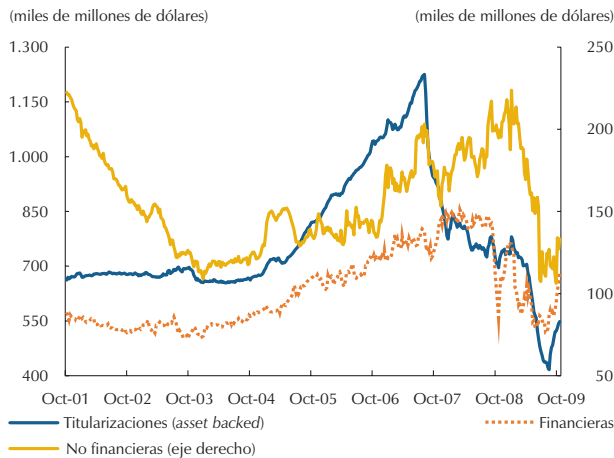
Por otro lado, las garantías ofrecidas por los gobiernos a los depósitos del sistema financiero también han contribuido a estabilizar a los mercados, lo que ha disminuido el riesgo sistémico; a lo que se han sumado las menores pérdidas reportadas en el segundo trimestre por parte de las entidades financieras en los Estados Unidos y las noticias favorables en el sector real de varios países industrializados (véase capítulo III). Todo lo anterior ha conducido a una dinámica alcista en los mercados bursátiles desde marzo de 2009, la cual se extendió al tercer trimestre, de tal forma que a comienzos de octubre los índices accionarios de las economías más grandes ya habían superado los niveles vistos en el mismo mes del año anterior (Gráfico 30).

Pese a este entorno más favorable, el canal de crédito no se había restablecido aún y, por el contrario, en algunos países desarrollados el nivel de préstamos ha continuado contrayéndose. Un ejemplo de esto es el crédito destinado al consumo en los Estados Unidos, cómo se observa en el Gráfico 31. Para los próximos trimestres las restricciones de crédito podrían continuar, dado el desapalancamiento de los bancos, al que ha seguido el aumento de los indicadores de morosidad en un contexto de pérdida de riqueza generalizada y de deterioro del mercado laboral.

mantiene su tasa en 1%; sin embargo, la tasa del mercado monetario a un día ha bajado a alrededor de 0,5%.

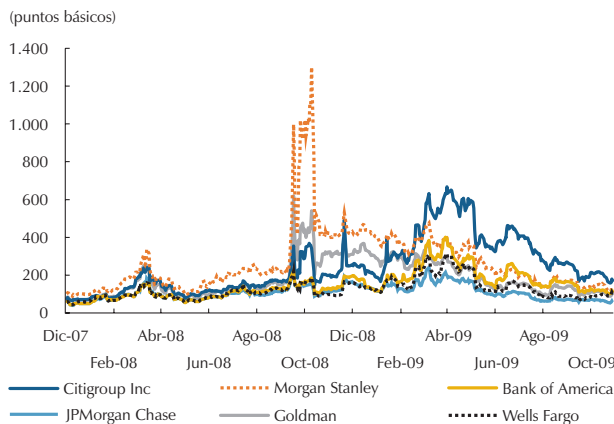
3 La Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) comunicó recientemente que continuará comprando activos respaldados por hipotecas y deuda emitida por las agencias hipotecarias por lo menos hasta el primer trimestre de 2010. Al tiempo, el programa de compra de tesoros de largo plazo, por US\$300 miles de millones (mm), finalizó en octubre, y por el momento no se ha realizado ningún anuncio de compras adicionales.

Gráfico 32
Saldos de papeles comerciales en circulación en los Estados Unidos por tipo de emisor ^{a/}



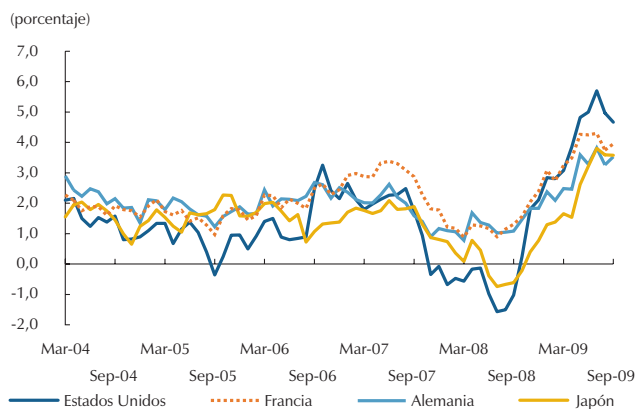
a/ Series desestacionalizadas.
Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos.

Gráfico 33
Credit default swaps (CDS) de bancos comerciales en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 34
Tasas de interés reales de bonos soberanos a 10 años



Fuentes: Bloomberg, cálculos del Banco de la República.

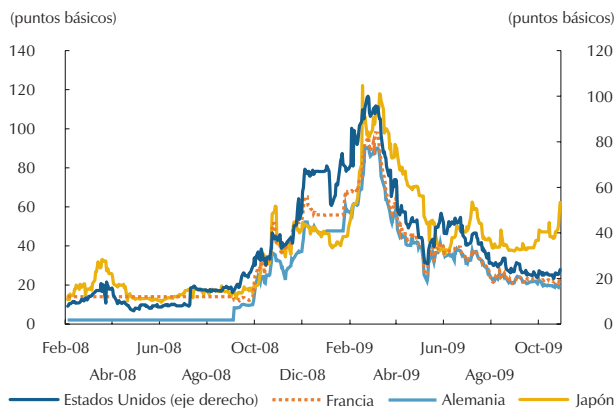
Simultáneamente, aunque en los Estados Unidos las titularizaciones y los saldos de papeles de emisores financieros tuvieron leves repuntes en el último trimestre, el crédito originado mediante este canal todavía es muy inferior a lo observado antes de la crisis. El saldo de papeles de empresas no financieras continúa estancado, como se aprecia en el Gráfico 32.

A pesar de que un colapso bancario internacional es cada vez menos probable, la incertidumbre sobre la salud del sistema financiero de los países industrializados aún está latente. Todavía no es claro el estado actual de los balances de estos bancos, ni cómo se encuentra el proceso de remoción de activos tóxicos de los mismos. En el caso de los bancos estadounidenses, aunque sus primas de riesgo (*credit default swaps* [CDS]) han disminuido, se mantienen en niveles elevados, y por encima de lo que podría considerarse como normal (Gráfico 33). Aunque las condiciones han mejorado para los bancos más grandes, muchas instituciones intermedias y pequeñas aún presentan serios problemas de solvencia, especialmente en los Estados Unidos.

En el mercado de deuda pública se ha mantenido el empujamiento de las curvas de rendimiento. Las necesidades de financiamiento del gasto público, la preferencia por corto plazo ante potenciales eventos de estrés financiero y las expectativas de inflación de largo plazo podrían explicar este comportamiento. Cabe mencionar, de paso, que las inflaciones negativas actuales han hecho que las economías desarrolladas estén enfrentando el debilitamiento económico con tasas de interés reales más altas, haciendo aún más costoso financiar sus gastos públicos (Gráfico 34). Al tiempo, pese a que desde el segundo trimestre del año también se han observado disminuciones significativas en las primas de riesgo soberano de las economías desarrolladas, el efecto de los crecientes gastos públicos las mantiene elevadas y superiores a las observadas en 2007 (Gráfico 35).

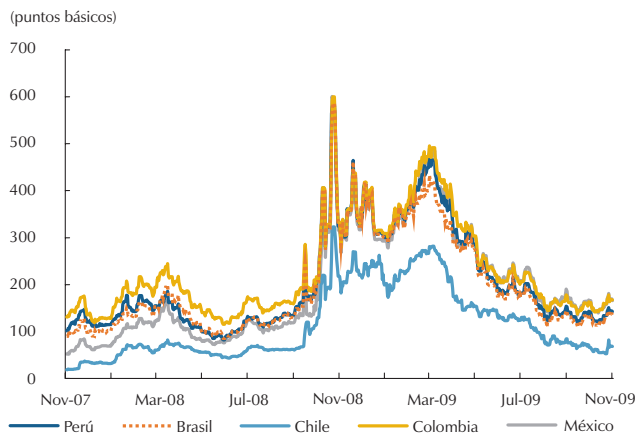
En cuanto a los mercados financieros de los países emergentes, la percepción de riesgo también ha ido mejorando de manera similar a como ha acontecido con los países desarrollados (Gráfico 36). La baja exposición de sus sistemas bancarios a activos tóxicos y el menor nivel de endeudamiento de consumidores,

Gráfico 35
Credit default swaps (CDS) de algunas economías desarrolladas^{a/}



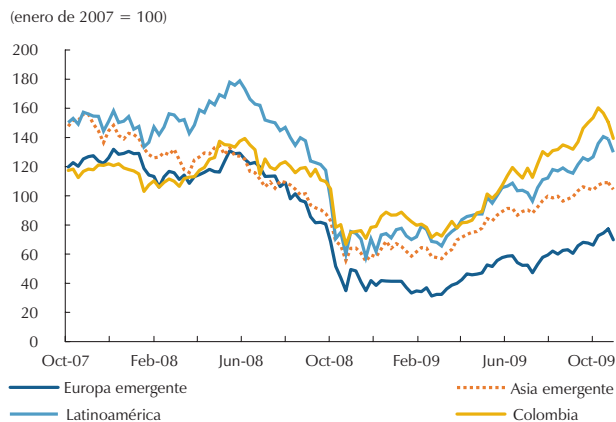
a/ Los CDS de Alemania, Japón y Francia están asociados al dólar, mientras que los CDS de Estados Unidos están al euro; Datos al 31 de octubre de 2009. Fuente: Bloomberg.

Gráfico 36
Credit default swaps (CDS) a cinco años en Latinoamérica



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 37
Índices de acciones MSCI para economías emergentes^{a/ b/}



a/ Datos al 30 de octubre de 2009.
b/ MSCI: Morgan Stanley Capital International. El índice corresponde a datos en dólares. Fuente: Bloomberg.

empresas y gobiernos hacen pensar que los riesgos e incertidumbre son menores, en particular para los países asiáticos y los latinoamericanos.

Las menores tensiones financieras a nivel mundial han hecho posible que la mayoría de las economías emergentes recuperen el acceso a los mercados de deuda. En efecto, en lo corrido del año los gobiernos emergentes han logrado colocar de nuevo deuda a tasas moderadas, emisiones que han presentado gran apetito por el mercado⁴. Esto se explica, en gran parte, por los mejores fundamentales macroeconómicos que tienen, y en particular por el menor nivel de endeudamiento comparado con los países desarrollados. Pese a que el mercado de deuda para los emisores soberanos emergentes continúa abierto y parece haberse restablecido por completo, el de las emisiones privadas aún permanece un poco más restringido⁵.

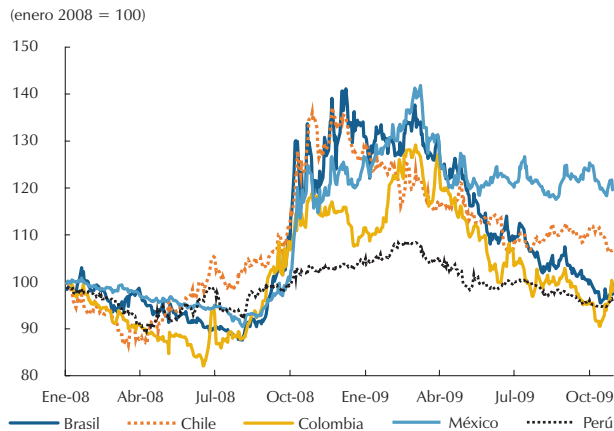
En ese entorno los mercados accionarios de países emergentes han continuado recuperándose energicamente, siguiendo la dinámica mundial de mayor apetito por instrumentos de renta variable. En lo corrido del año las ganancias observadas para los índices accionarios de Asia han sido en promedio de 65%, mientras que para Latinoamérica han estado alrededor de 55% en promedio (Gráfico 37). Dentro de los países de la región, los que mejor desempeño han tenido son Perú, Brasil y Colombia.

Entre tanto, en el mercado cambiario las monedas de los países emergentes han presentado una tendencia de apreciación generalizada frente al dólar. Con respecto a los países de la región, este comportamiento se observó en mayor medida en Brasil, Chile y Colombia. Para contrarrestar estas tendencias, en octubre algunos países empezaron a realizar intervenciones y a adoptar algunas medidas de control de capitales, los cuales

4 Según el informe más reciente del Fondo Monetario Internacional (FMI) para el segundo trimestre de 2009, las emisiones de bonos y préstamos de los países de la región habían retornado a niveles cercanos a los de septiembre de 2008 y se situaban por encima de los montos observados en 2003-2006.

5 Informe del Fondo Monetario Internacional: *Perspectivas económicas. Las Américas: se evitó la crisis, ¿qué sigue ahora?*, octubre de 2009.

Gráfico 38
Índice de tasas de cambio en América Latina ^{a/}



a/ Datos al 30 de octubre de 2009.
Fuente: Bloomberg.

se tradujeron en una depreciación de varias monedas hacia la tercera semana del mes, en momentos en que se redactaba este informe⁶. Con respecto al peso colombiano, en lo corrido del año su depreciación frente al dólar asciende al 11%; sin embargo, en octubre este comportamiento se revirtió y la moneda colombiana durante este mes se valorizó 3% (Gráfico 38).

En conclusión, aunque las condiciones financieras han mejorado de manera importante tanto en los países desarrollados como en los emergentes, todo indica que la recuperación económica, por lo menos en los Estados Unidos, se dará con poca ayuda del crédito. Esto dado los desbalances estructurales que aún enfrentan las entidades financieras, así como por los altos niveles de

endeudamiento de los hogares. Por otra parte, el fuerte aumento de la deuda pública de los países desarrollados, ocasionado por las ayudas fiscales, probablemente repercutirá en un alza de las tasas de interés en caso de que el gasto en estos países no se reduzca o su ingreso no aumente en un período prudencial (quizá no más de un año). Hacia futuro mayores necesidades de financiamiento de las economías desarrolladas podrían desembocar en una reducción de los flujos de capital hacia economías emergentes y en una elevación de sus costos del financiamiento.

B. MERCADOS FINANCIEROS INTERNOS

Ante el anterior panorama macroeconómico interno y externo, en septiembre de 2009 la JDBR disminuyó 50 pb su tasa de política, para dejarla en 4%. En octubre mantuvo inalterada la tasa de interés de referencia y fijó el objetivo de inflación para 2010 en la meta de largo plazo (entre 2% y 4%, con punto medio de 3% para efectos legales). Adicionalmente, anunció que suministrará recursos por \$3 b mediante la compra de TES y/o dólares, buscando cubrir las necesidades de liquidez de fin de año.

La reducción en la tasa de política se ha transmitido rápidamente a las tasas pasivas y activas de la economía. El descenso en la tasa de usura también contribuyó a la caída en las tasas de consumo, especialmente en los créditos otorgados con tarjeta.

Los menores niveles de actividad económica, la recomposición de portafolio de los agentes, la debilidad en el mercado laboral, el aumento en el riesgo de crédito de algunos sectores de la economía y las necesidades de financiamiento del Gobierno se vieron reflejados en los balances de las instituciones financieras del pasado trimestre. El agregado monetario más amplio (M3), que desde antes de agosto había tenido crecimientos superiores a 15% anual, pasó a una fase de desaceleración, la cual se

6 En Brasil se anunció un impuesto del 2% a la inversión extranjera para la compra de activos de renta fija denominados en reales y acciones. El Banco de la República divulgó que comprará dólares y TES por un monto de \$3 billones (b).

El financiamiento externo del sector privado ha dado algunas señales de recuperación.

acentuó en septiembre y los primeros días de octubre, alcanzando tasas cercanas a un dígito. Ello como consecuencia de los menores niveles de pasivos sujetos encaje (PSE) y por la contracción monetaria que generó el Gobierno debido al aumento de sus depósitos en el Banco de la República. En efecto, las mayores necesidades de financiamiento del Gobierno forzaron una colocación adicional de TES por cerca de \$3 b, recursos que fueron consignados en el Emisor y generaron una menor disponibilidad de liquidez en el mercado.

Desde mediados de agosto la cartera en moneda nacional, que también venía aumentando a tasas anuales superiores a 15%, se desaceleró a crecimientos anuales de un dígito. Este hecho se explicó, principalmente, por el menor ritmo de ajuste de la cartera comercial. Las fuertes emisiones de bonos de grandes empresas del sector real, el incremento en el riesgo de crédito de algunas empresas afectadas por la crisis internacional o por las restricciones comerciales impuestas por algunos países fronterizos y una actividad económica débil, fueron factores que contribuyeron a la desaceleración del crédito comercial. Con respecto a la cartera bruta de consumo, ésta recuperó levemente su nivel en el trimestre y mostró tasas de aumento anual cercanas a 0%, pero positivas. La hipotecaria continuó con su fase de recuperación, con crecimientos superiores a 12%.

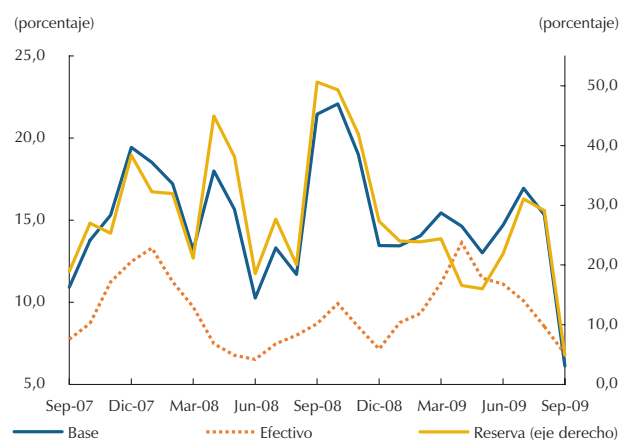
El financiamiento externo del sector privado, bien sea directo u otorgado por bancos locales, ha dado señales de recuperación, aunque todavía sigue mostrando tasas negativas de crecimiento anual. En agosto el nivel de endeudamiento directo aumentó, y en septiembre se dio por primera vez en el año un incremento de la cartera en moneda extranjera de los bancos locales.

1. Agregados monetarios

Durante el tercer trimestre de 2009 la tasa anual de crecimiento de la base monetaria disminuyó de 14,7% a 6,1%, lo cual es explicado, principalmente, por el descenso

de la reserva bancaria de 21,9% a 4,9%. El otro componente de la demanda de base la monetaria, el efectivo, también se desaceleró, pero a un menor ritmo, al pasar de 11,1% en junio a 6,9% en septiembre (Gráfico 39).

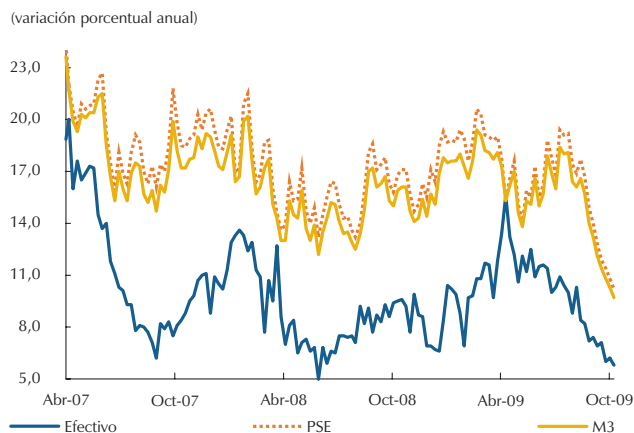
Gráfico 39
Base monetaria por usos
(variación anual del promedio mensual)



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

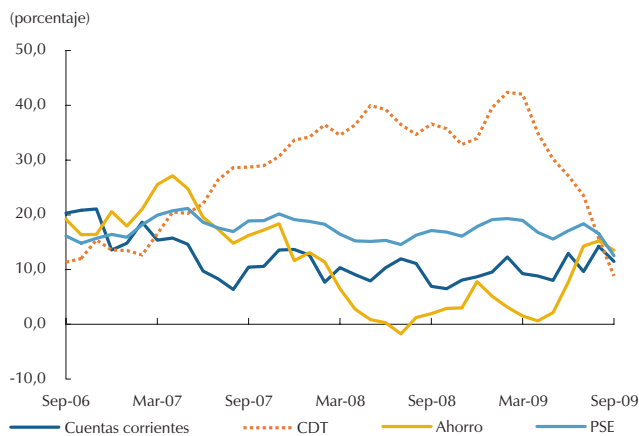
Dos hechos marcaron la trayectoria de la reserva bancaria durante el tercer trimestre de 2009. En primer lugar, en julio se presentó una aceleración de esta variable, debido a una recomposición de los depósitos hacia aquellos de mayor encaje (depósitos a la vista). Posteriormente, la marcada desaceleración en el crecimiento anual de la reserva bancaria se dio en septiembre debido a la reducción del saldo de los PSE y por el efecto estadístico de una mayor base de comparación con respecto a un año atrás. En efecto, en septiembre del año pasado la demanda de reserva se elevó significativamente

Gráfico 40
M3, total depósitos (PSE) y efectivo
(datos semanales)



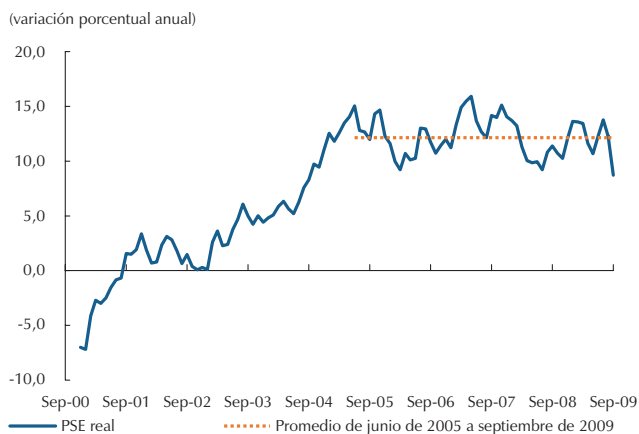
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 41
Crecimiento anual de los depósitos
y sus principales componentes



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

Gráfico 42
PSE real con IPC sin alimentos



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

como consecuencia del incremento del encaje ordinario decretado por la JDBR⁷ y por la mayor preferencia de liquidez del sistema bancario, ante el temor que suscitó la quiebra de Lehman Brothers y otros acontecimientos que rodearon la crisis financiera internacional.

Durante el pasado trimestre los agregados monetarios más amplios también registraron una desaceleración acentuada. Entre el 10 de julio y el 9 de octubre, el M3 pasó de crecer anualmente de 18,4% a 9,7%, tendencia marcada por los PSE, cuyo crecimiento fue de 19,4% y 10,2% en las mismas fechas (Gráfico 40). Esta desaceleración de los PSE tuvo origen en varias fuentes: una de ellas fue la disminución de las necesidades de fondeo de crédito, dado el menor ritmo de crecimiento de la cartera. En segundo lugar, las nuevas emisiones de deuda del Gobierno⁸, realizadas para prefinanciar el gasto de 2010, generaron una contracción monetaria, ya que el resultado de estas operaciones fue depositado en el Banco de la República. Parte del ahorro del Gobierno en el Banco será utilizado para el pago de los TES que se vencerán en febrero del siguiente año.

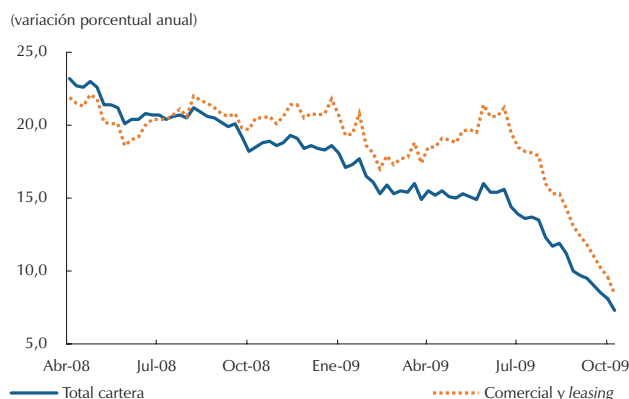
El menor ritmo de aumento de los PSE se ha concentrado en los CDT, cuya tasa de crecimiento descendió en el trimestre de 27,2% a 8,8%. Los otros instrumentos de captación, como los ahorros y las cuentas corrientes, mantienen tasas anuales de crecimiento superiores a 10% (Gráfico 41).

A pesar de la desaceleración nominal de los PSE, en términos reales su tasa de aumento anual a septiembre (8,8%) continúa siendo históricamente alta y muy superior al crecimiento económico esperado para 2009 y 2010 (Gráfico 42).

7 La Resolución Externa 5 de 2008 de la JDBR, elevó el encaje ordinario de los depósitos a la vista de 8,3% a 11,5% y los depósitos a plazo hasta 180 días de 2,5% a 6%. Si bien esta norma también eliminó los encajes marginales dispuestos por la JDBR en la Resolución Externa 07 de 2007, el mayor encaje ordinario significó un incremento neto. Dicho aumento buscaba compensar el efecto monetario de la compra de divisas por US\$20 m diarios. Posteriormente, con la suspensión de las compras de divisas en octubre también se ajustó el encaje con la Resolución 11 de 2008, disminuyendo el requerimiento para los depósitos a la vista a 11%, y los de plazo a 4,5%.

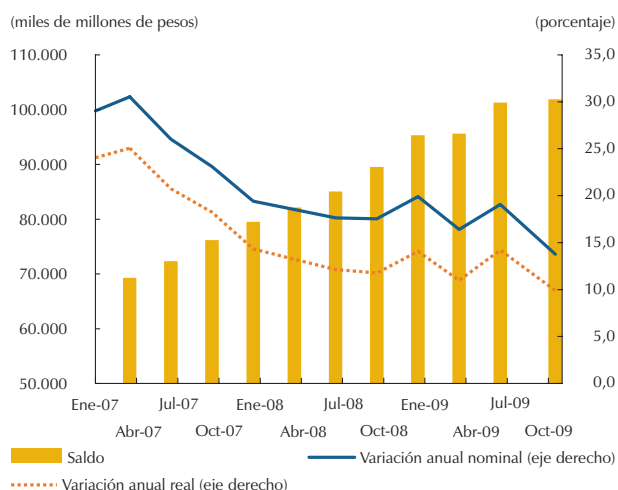
8 Cerca de \$ 3 b de emisiones que no estaban en el primer plan de presupuesto de Gobierno para 2009.

Gráfico 43
Cartera bruta con *leasing* en moneda legal
(datos semanales)



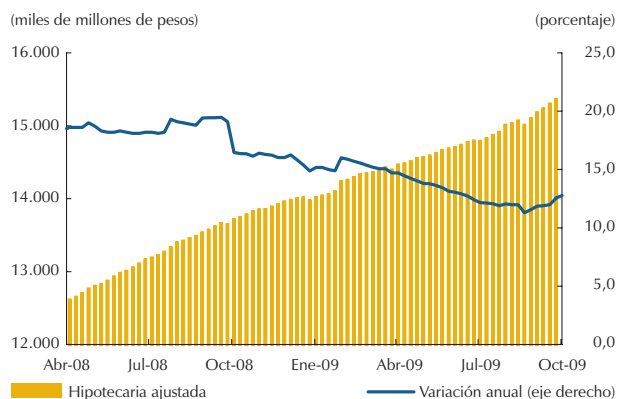
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 44
Cartera comercial en moneda legal más bonos corporativos



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

Gráfico 45
Cartera hipotecaria ajustada
(saldo y variaciones anuales de datos semanales)



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

2. Crédito

Al bajo aumento de la cartera de consumo, principal causante de la moderación del crédito bancario en la primera mitad del año, en el tercer trimestre se adicionó una fuerte desaceleración de la cartera comercial. De esta forma, la cartera en moneda legal, que había presentado una tasa de crecimiento anual superior a 15% en el primer semestre, creció a un menor ritmo a partir de julio y el 9 de octubre registró una variación anual de 7,3%. Entre junio y septiembre la cartera comercial pasó de crecer de 19,5% a 8,4% en términos anuales (Gráfico 43).

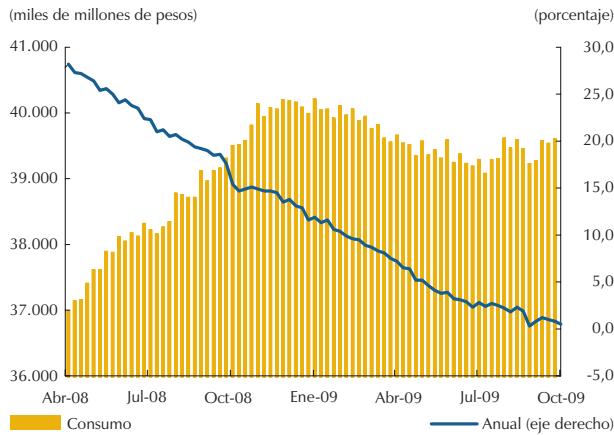
Parte del menor ajuste de la cartera comercial se explica por las fuertes colocaciones de deuda corporativa realizadas por las grandes empresas del sector real, que prefirieron la emisión de bonos como mecanismo de financiamiento. En efecto, durante el tercer trimestre de 2009 las nuevas emisiones de bonos corporativos sumaron cerca de \$3 b, completando en lo corrido del año \$5,7 b. Este último valor, que es similar al aumento de los PSE desde diciembre, se colocó en su mayor parte (85%) a plazos mayores a cinco años. Con información preliminar al 9 de octubre, al sumar la cartera comercial en moneda nacional y los bonos corporativos del sector real, el crédito resultante creció a 13,8% nominal y 9,9% en términos reales (Gráfico 44).

En cuanto al crédito a los hogares, éste ha mostrado mejores signos, especialmente por el dirigido a la adquisición de vivienda, debido, en parte, a los subsidios otorgados a este sector⁹. Desde mediados de agosto la cartera hipotecaria ajustada¹⁰ se sigue acelerando, y al 9 de octubre su crecimiento anual alcanzó 12,9% (Gráfico 45). La cartera de consumo, que desde diciembre pasado y hasta finales de julio del presente año había presentado un descenso en sus niveles, inició una lenta recuperación, y en el mes de septiembre y lo corrido

9 Mediante el Decreto 1143 de 2009, expedido por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el Gobierno cubre entre 3 pp y 5 pp de la tasa de interés, durante los primeros siete años, de los nuevos créditos destinados a adquisición de vivienda. El subsidio aplica para los créditos menores a \$177 m.

10 El concepto incluye las titularizaciones vigentes de cartera hipotecaria.

Gráfico 46
Cartera bruta de consumo
(saldo y variaciones anuales de datos semanales)



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

de octubre se sostuvo en tasas de crecimiento anual levemente positivas (0,7%) (Gráfico 46).

Como conclusión, los balances en moneda nacional de las entidades de crédito experimentaron una recomposición en sus activos y pasivos, así como una contracción en sus niveles, resultado de: i) la diversificación de portafolio de los agentes; ii) las expectativas de apreciación del peso; iii) las necesidades de financiación del Gobierno y el incremento en la demanda de TES por parte del sistema financiero; iv) el aumento en el riesgo de la cartera, y v) la menor demanda de crédito y la preferencia de fuentes directas de financiamiento por parte del sector privado.

Como se muestra en el Cuadro 5, las fuentes y usos de las entidades de crédito de las trece semanas anteriores

Cuadro 5
Principales cuentas del balance de los establecimientos de crédito ^{a/}
(miles de millones de pesos)

	Octubre 2009	Últimas trece semanas		Año corrido		Anual	
		ABS	(porcentaje)	ABS	(porcentaje)	ABS	(porcentaje)
Activo	169.807	(1.433)	(0,8)	7.656	4,7	17.141	11,2
1. Posición propia de contado ^{b/}	2.975	(676)	(17,1)	1.750	104,6	1.122	---
2. Reserva bancaria	11.284	(499)	(4,2)	(1.548)	(12,1)	(1.025)	(8,3)
3. Depósitos remunerados en el Banco de la República	809	795	---	(147)	(15,4)	(75)	(8,4)
4. Cartera bruta con leasing moneda legal	143.035	(465)	(0,3)	3.574	2,6	9.747	7,3
Crédito tradicional	130.164	(475)	(0,4)	3.238	2,6	8.908	7,3
Leasing financiero	12.870	10	0,1	336	2,7	839	7,0
5. Inversiones	47.640	2.879	6,4	9.791	25,9	13.638	40,1
6. Otros activos netos	(35.935)	(3.467)	10,6	(5.765)	18,8	(6.266)	20,8
Pasivo	169.807	(1.433)	(0,8)	7.656	4,7	17.141	11,2
1. Repos del Banco de la República	3.916	(3.382)	(46,3)	2.008	105,2	937	31,5
2. PSE con fiduciarios	165.891	1.950	1,2	5.648	3,5	16.204	10,8
PSE sin fiduciarios	161.572	1.408	0,9	5.684	3,6	16.905	11,7
Fiduciarios	4.319	542	14,3	(36)	(0,8)	(702)	(14,0)
Ítem de memorando							
OMA de expansión ^{c/}	5.121	(2.266)	(30,7)	3.200	---	2.121	70,7
Depósitos remunerados en el Banco de República ^{d/}	1.776	1.647	---	582	48,8	(375)	---

Nota: los fiduciarios corresponden a servicios bancarios de recaudo.

a/ No incluye FEN.

b/ No incluye comisionistas de bolsa. Las variaciones absolutas corresponden a las variaciones en dólares multiplicadas por la tasa de cambio promedio del período.

c/ Incluye entidades fiduciarias, comisionistas de bolsa, compañías de seguros, fondos de pensiones y cesantías y otros auxiliares financieros que posean cuentas de depósito en el Banco de la República. Incluye los depósitos de la ventanilla de contracción.

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

Entre junio y agosto aumentó ligeramente el endeudamiento directo del sector privado en moneda extranjera.

al 2 de octubre muestran la situación descrita. En dicho período se dio una caída en los pasivos de \$1,4 b, lo cual se vio reflejado en una disminución de: la cartera (-\$0,4 b), de la reserva bancaria (-\$0,5 b), de la posición propia de contado (-\$0,7 b) y de otros activos netos (-\$3,5 b)¹¹. Por su parte, aumentaron las inversiones en pesos (\$2,9 b) y los depósitos remunerados en el Banco de la República (\$0,7 b).

En lo que corresponde al saldo del crédito externo del sector privado, después de un descenso prolongado a lo largo del presente año, sus niveles han tendido a estabilizarse, pero aún muestran tasas anuales negativas de crecimiento¹². En agosto de 2009 dicho crédito cayó 8,1%, explicado, principalmente, por la alta base de comparación de un año atrás. De hecho, entre junio y agosto el saldo de su principal componente, que corresponde al crédito obtenido por el sector privado sin intermediación de la banca local¹³, aumentó US\$46 m, mientras que en el primer semestre había disminuido US\$299 millones (m) (Cuadro 6). El otro componente, la cartera en moneda extranjera de la banca local, continuó contrayéndose, pero a un menor ritmo. Entre junio y agosto esta cartera cayó US\$ 177 m, frente a US\$598 m de descenso promedio trimestral que se venía registrando en el primer semestre¹⁴ (Gráfico 47).

Cuadro 6
Endeudamiento externo
(saldo en millones de dólares)

	Cartera en moneda extranjera	Endeudamiento directo del sector privado	Total	Crecimiento anual (porcentaje)
Dic-08	3.498	13.885	17.382	7,4
Mar-09	2.916	13.834	16.750	2,3
Jun-09	2.302	13.586	15.887	(6,2)
Ago-09	2.125	13.632	15.757	(8,1)
Sep-09	2.199			
Variación Dic/08-Jun/09	(1.196)	(299)	(1.495)	
Variación Jun-Ago/09	(177)	46	(130)	
Variación Jun-Sep/09	(103)			

Fuentes: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República.

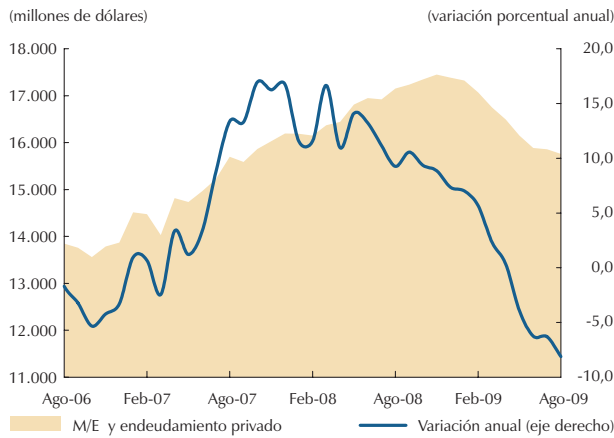
11 Como, por ejemplo, operaciones con otras entidades financieras.

12 A partir de junio el descenso del porcentaje de variación de este agregado lo hacía a un promedio mensual de 94 pb, mientras que en el primer semestre lo hacía a 227 pb.

13 Por ejemplo, crédito externo directo con sus casas matrices o con bancos extranjeros que no tienen presencia en Colombia.

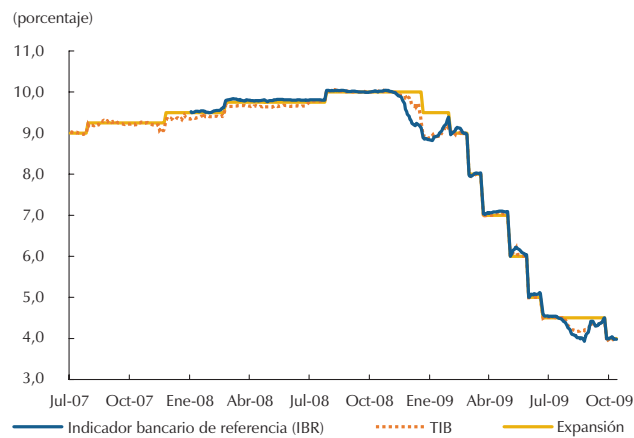
14 De hecho, entre agosto y septiembre la cartera en moneda extranjera de los bancos locales aumentó por primera vez en el año (US\$74 m).

Gráfico 47
Agregado de la cartera en M/E y endeudamiento del sector privado no financiero



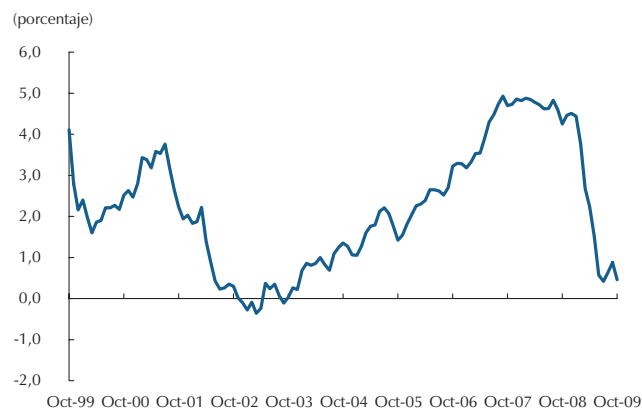
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 48
Tasa de política, IBR y TIB



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

Gráfico 49
Tasa real de política con IPC sin alimentos (promedio mensual)



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

3. Tasas de interés

La JDBR, en su sesión del 25 de septiembre, recortó la tasa de política en 50 pb y la fijó en 4%. En las otras dos sesiones del trimestre la JDBR la había dejado inalterada. De esta manera, desde el 19 de diciembre de 2008 los recortes ya acumulan 600 pb (gráficos 48 y 49).

La última decisión de recorte de tasas de interés se dio en un contexto macroeconómico que mostraba: i) una inflación en descenso con una alta probabilidad de que en 2010 se ubique en la meta de largo plazo; ii) unas expectativas de inflación menores a 4,5% y en descenso; iii) un crecimiento económico del segundo trimestre de 2009, en línea con lo proyectado, pero con una demanda interna más débil que lo pronosticado; iv) un escenario externo más favorable, en donde las economías desarrolladas se recuperan lentamente y los precios internacionales de los productos básicos que exporta Colombia siguen en niveles similares o superiores a los registrados en 2007; no obstante, las restricciones al comercio por parte de países vecinos se incrementaron, y v) una apreciación del peso que ha compensado parte del aumento de los precios de las materias primas que importa Colombia y de aquellos que afectan el IPC.

La decisión de la JDBR se reflejó en las tasas del mercado interbancario: la tasa interbancaria (TIB) y el índice interbancario de referencia (IBR) convergieron hacia a 4% (Gráfico 48). En términos reales (descontando el IPC sin alimentos), la tasa de política del Emisor se encuentra en niveles históricamente bajos (Gráfico 49). Las tasas de interés pasivas también han descendido a un ritmo similar: entre el 10 de julio y el 9 de octubre la tasa DTF se redujo 57 pb (Cuadro 7).

Entre junio y septiembre las tasas de interés de préstamos a los hogares y las empresas también presentaron un descenso generalizado. Las de créditos con tarjeta, de consumo e hipotecarios se redujeron 194, 149 y 49 pb, respectivamente. La reducción en la tasa de usura (206 pb) fue un factor que también contribuyó a la caída de las tasas de consumo. En las mismas fechas las tasas de interés asignadas a créditos de tesorería, a constructores de vivienda, a ordinarios, y a preferenciales disminuyeron en su orden 164 pb, 136 pb, 102 pb y 38 pb (Cuadro 7).

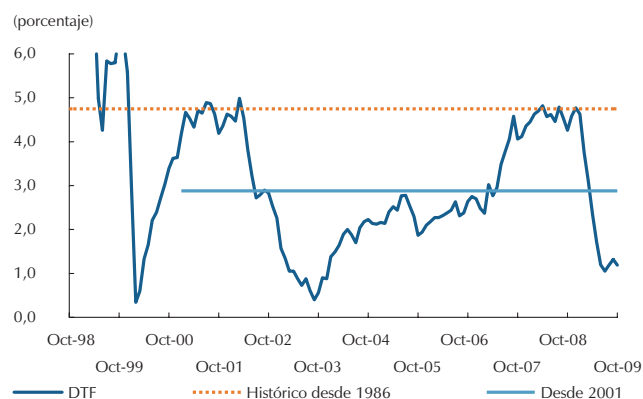
Cuadro 7
Tasas de interés nominales

	Dic-19/08	Jul-10/09	Oct-09/09	Variación (puntos básicos)	
				Trimestral	Acumulada
Mercado interbancario					
Tasa de política	10,0	4,5	4,0	(50)	(600)
TIB	9,3	4,5	4,0	(55)	(531)
IBR ^{a/}	9,1	4,5	4,0	(53)	(512)
Mercado de depósitos					
CDT total	10,7	5,6	5,1	(49)	(556)
CDT corporativo	11,2	5,9	5,5	(42)	(570)
CDT oficinas	9,8	5,4	4,7	(73)	(506)
DTF	10,2	5,3	4,8	(57)	(544)
Depósitos de ahorro	5,0	3,1	2,6	(49)	(234)
Mercado de crédito					
Cartera comercial					
Crédito ordinario	17,8	12,7	11,7	(102)	(604)
Crédito preferencial	16,0	9,1	8,7	(38)	(733)
Crédito de tesorería	15,8	9,3	7,6	(164)	(814)
Crédito para constructores de vivienda	16,8	12,9	11,5	(136)	(533)
Cartera hogares					
Crédito hipotecario	17,3	14,8	14,3	(49)	(299)
Crédito de consumo	25,5	22,6	21,1	(149)	(449)
Crédito con tarjeta	31,0	27,5	25,6	(194)	(546)
Tasa de usura	31,5	28,0	25,9	(206)	(561)

a/ Indicador bancario de referencia *overnight*.

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

Gráfico 50
DTF real con IPC sin alimentos
(promedio mensual)

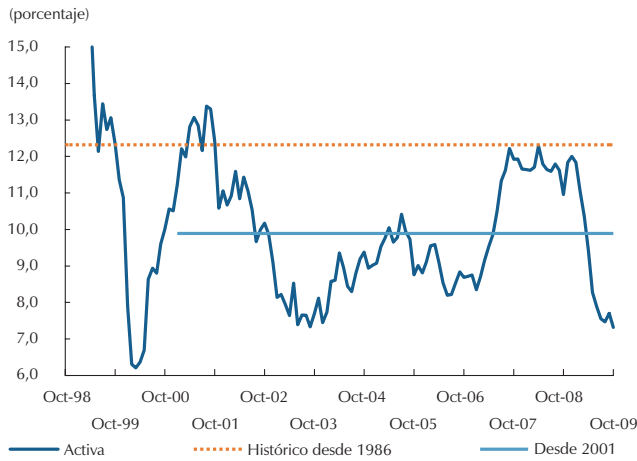


Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

En términos reales, la tasa de interés DTF se ubicó en 1,2%, valor bajo y cercano a los mínimos históricos observados en los años 1999 y 2003 (Gráfico 50). Este hecho es similar al presentado por la tasa promedio de colocación¹⁵, cuyo actual nivel (7,5%) es comparable con los mínimos registrados en los años mencionados (Gráfico 51).

15 Tasa calculada por el Banco de la República, la cual incluye las tasas de interés de colocación de los créditos de tesorería, preferenciales y de consumo durable.

Gráfico 51
Tasa de interés activa con IPC sin alimentos
(promedio mensual)



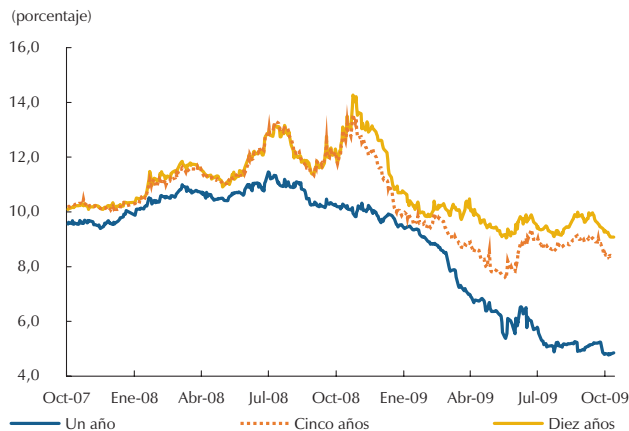
Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 52
Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia ^{a/}



a/ Datos al 14 de octubre de 2009.
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Gráfico 53
Tasas de interés cupón cero



a/ Datos al 14 de octubre de 2009.
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; cálculos del Banco de la República.

4. Otros activos

Durante el tercer trimestre de 2009 las cifras de los mercados financieros mostraron una menor percepción de riesgo de las economías emergentes, al tiempo que los resultados de actividad económica de algunas de las economías en desarrollo¹⁶ reflejaron un menor impacto de la crisis global internacional. Lo anterior, unido al buen desempeño en el precio internacional de los productos básicos, generó un ambiente positivo para el mercado accionario, de deuda pública y deuda privada. Las acciones en Colombia, al igual que en otras economías de la región, continuaron mostrando incrementos en sus precios, hecho que se viene presentando desde un año atrás. El 6 de octubre el índice general de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) se ubicó en 11,377, nivel próximo a los máximos históricos presentados del 27 de enero de 2006 (11,433) y el 23 de noviembre de 2007 (11,439) (Gráfico 52).

Con respecto al mercado de deuda pública, en el tercer trimestre de 2009 la curva de rendimientos de los TES mostró un nivel algo más bajo que lo observado en la primera mitad del año, pero con un mayor empinamiento (Gráfico 53). Las preferencias de los agentes por papeles líquidos de corto plazo, junto con las mayores necesidades de financiamiento del Gobierno¹⁷, explican parte de este comportamiento.

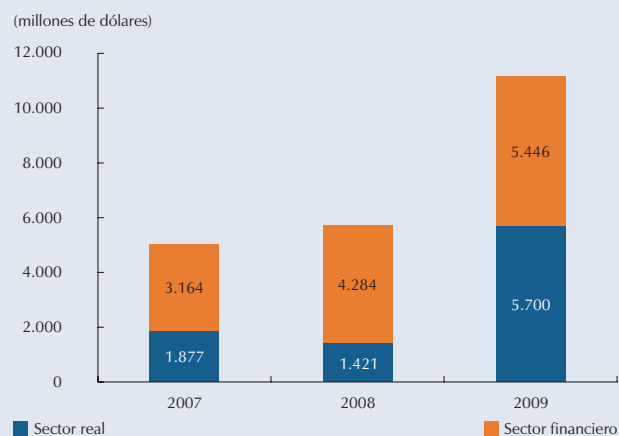
16 Como China, India, Perú, Brasil y Colombia.

17 Las mayores colocaciones de TES fueron aproximadamente de \$3 b, los cuales estarían destinados a cubrir el incremento del déficit de 2009, la prefinanciación de 2010 y la congelación de dividendos de Ecopetrol en el exterior.

EMISIÓN DE DEUDA CORPORATIVA DEL SECTOR REAL

En 2009 el mercado financiero colombiano ha contado con la participación del sector real, emitir deuda corporativa en montos importantes, después de casi tres años de bajos volúmenes de emisión. La colocación acumulada de bonos del sector real hasta septiembre del presente año (\$5,7 b), multiplica por cuatro el monto del año anterior. Adicionalmente, es equivalente al tamaño del incremento de las captaciones de las entidades de crédito (los PSE). En los dos años pasados el mercado de bonos privados había sido dominado por las entidades financieras (Gráfico A).

Gráfico A
Colocación bonos y papeles comerciales a través de la Bolsa de Valores de Colombia



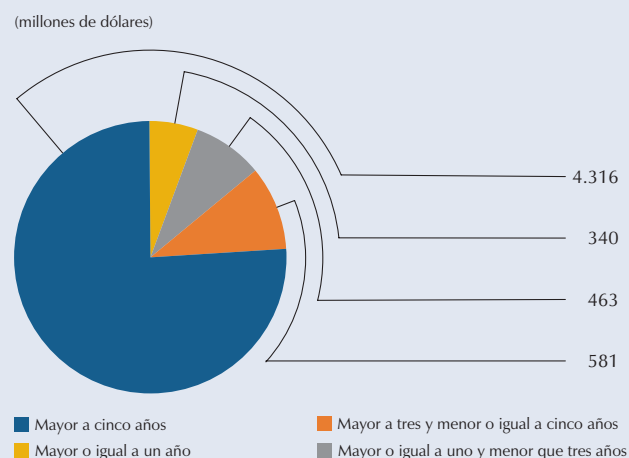
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; cálculos del Banco de la República

Los emisores de deuda han expresado en sus anuncios que han acudido a la financiación directa para sacar provecho de las condiciones favorables que les ofrece el mercado para asegurar recursos de largo plazo. Así mismo, las posturas por demanda de los títulos han superado con holgura las emisiones, motivando en algunos casos, la ampliación de la ofertas más allá de lo planeado inicialmente.

En cuanto a las condiciones específicas en que se han realizado las operaciones, se observa que en su mayoría han sido a largo plazo y a tasa variable. El 75% del monto ha sido colocado con un plazo mayor a cinco años y el 84% a tasa variable, optando para su índice de indexación el IPC en un 86% de los casos (gráficos B, C y D).

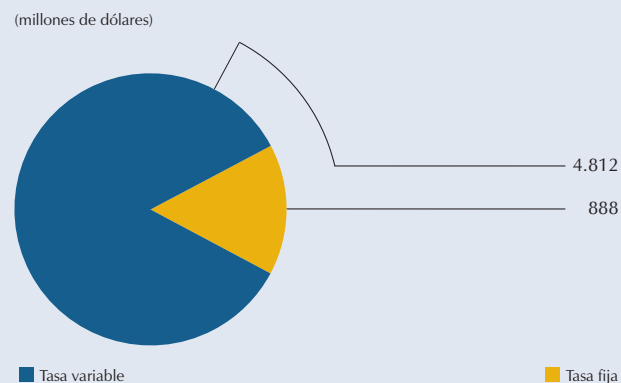
En lo referente a las tasas de interés, en lo corrido del año cada nueva colocación de títulos del sector real ha seguido la tendencia de la senda de los recortes de las tasas de política de la JDBR; adicionalmente, ha predominado un margen favorable con relación a las tasas de interés de los desembolsos a más de cinco años realizados por las entidades de crédito (Gráfico E).

Gráfico B
Colocación de deuda privada del sector real por plazo



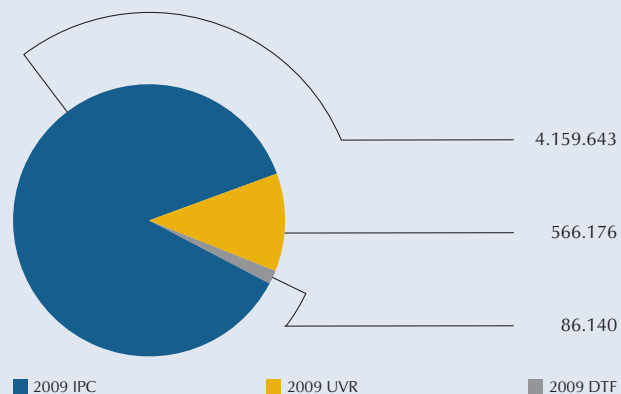
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; cálculos del Banco de la República

Gráfico C
Colocación de deuda privada del sector real por tasa



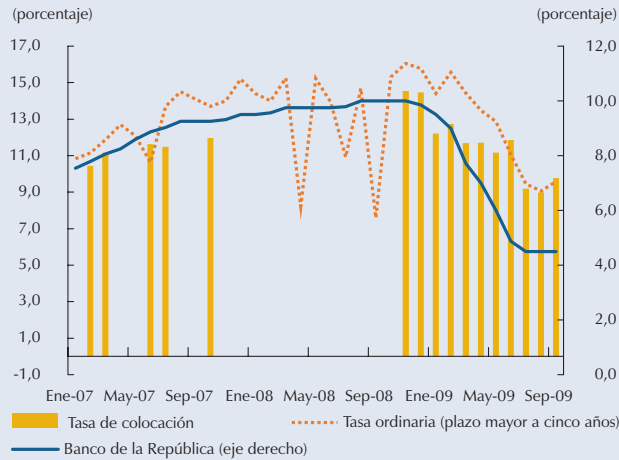
Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; cálculos del Banco de la República

Gráfico D
Colocación deuda privada tasa variable por tipo de índice (2009)



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; cálculos del Banco de la República

Gráfico E
Tasa de interés de corte del mercado primario a un plazo mayor a cinco años



Fuente: Bolsa de valores de Colombia; cálculos del Banco de la República

También es de resaltar que los emisores en 2009 han sido quince empresas, de las cuales siete están relacionadas con servicios públicos en el sector energético (Cuadro A) y alcanzan un 46% del monto colocado. Es de anotar que este último es un sector clave de apoyo a la actividad económica, en donde también ha sido muy activa la inversión extranjera.

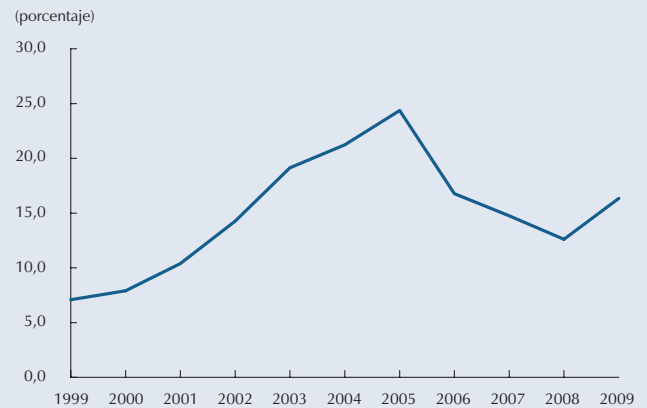
Cuadro A
Sector real

Emisor	Monto colocado (miles de millones)
Proyectos de Infraestructura S.A.	80
Colombina S.A.	100
Renting Colombia	100
Codensa S.A. E.S.P.	120
Gases de Occidente S.A. E.S.P.	156
Interconexión Eléctrica ISA	210
Alpina Productos Alimenticios S.A. ALPINA	260
Promigas S.A. E.S.P.	400
Isagen S.A. E.S.P.	450
Aerovías del Continente Americano S.A. Avianca	500
Fideicomiso Grupo Nacional de Chocolates	500
P.A. Transmilenio Fase III	586,476
Empresas Públicas de Medellín EE.PPM	632,960
EMGESA S.A. E.S.P.	665
Cementos Argos S.A.	940
Total general	5.699,936

Fuente: Bolsa de Valores de Colombia; cálculos del Banco de la República.

Finalmente, si se relaciona el saldo de la deuda en bonos del sector real con el saldo de la cartera comercial, la razón en lo corrido del año ha aumentado 1,22 pp, situándose en 13,8%, un porcentaje menor frente al alcanzado en 2005 (cerca de 25%). Es así como en este instrumento de financiamiento del sector productivo, en principio, habría un buen potencial de profundización del mercado financiero nacional (Gráfico F).

Gráfico F
Relación bonos a cartera comercial M/N



Fuente: Bolsa de valores de Colombia; cálculos del Banco de la República.

III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

En el tercer trimestre surgieron signos de reactivación en la economía mundial y esta tendencia deberá mantenerse el resto del año y en 2010.

Las mejores condiciones externas y una política monetaria holgada anticipan una recuperación del crecimiento económico en Colombia.

Sin embargo, las restricciones comerciales recientemente impuestas sobre el comercio colombiano generan riesgos importantes.

Están dadas las condiciones para que la inflación en 2010 se mantenga dentro del rango meta de largo plazo. No obstante El Niño puede afectar los precios de los alimentos y los regulados de manera transitoria.

A. CONTEXTO EXTERNO

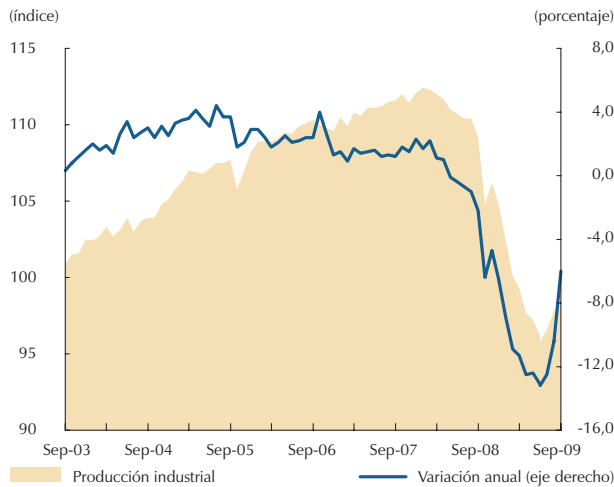
En el tercer trimestre del año las condiciones económicas mundiales mejoraron. Muchos indicadores de producción, comercio exterior y ventas mostraron repuntes significativos y se comenzó a observar crecimiento económico en buena parte de las naciones desarrolladas y emergentes. Esto ha sido en gran parte el resultado del esfuerzo de los gobiernos y bancos centrales para estimular la economía. Además de estabilizar el mercado financiero —como se analizó en el capítulo II—, las medidas adoptadas permitieron apuntalar las expectativas de consumidores y empresarios, y evitaron una mayor caída de la actividad económica, alejando de esta manera los temores sobre una crisis similar a la vista en el año 1929.

La producción industrial y las ventas al por menor han mostrado alguna recuperación en las economías desarrolladas.

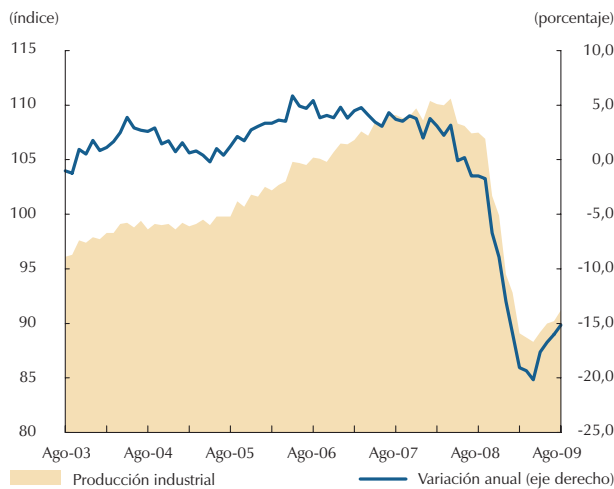
Con información disponible a octubre los indicadores de sentimiento empresarial han continuado mejorando, lo cual ha venido acompañado por un repunte de los índices del sector real. Ejemplo de ello es la producción industrial de las economías desarrolladas, la cual, a pesar de mostrar tasas de crecimiento anuales negativas, ya presenta repuntes en sus niveles frente a los mínimos observados en

Gráfico 54
Producción industrial en algunas economías desarrolladas

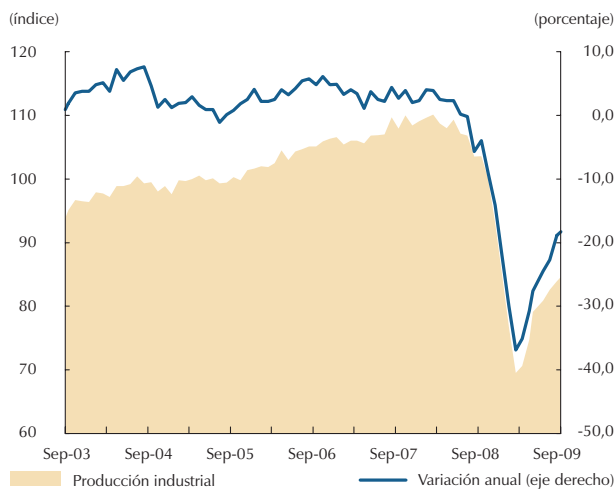
A. Estados Unidos



B. Zona del euro



C. Japón



Fuente: Bloomberg.

mayo y junio (Gráfico 54). Las ventas al por menor también se han recuperado recientemente en estos países, aunque con menos claridad para el caso de la zona del euro que para los Estados Unidos.

Asimismo, los flujos de comercio mundial continuaron recuperándose en el tercer trimestre. De esta manera, entre julio y septiembre se observó un aumento de las exportaciones de varios países industrializados, aunque sus niveles aún son inferiores a los del año pasado y antepasado. A lo anterior se suma el incremento del gasto público en las economías desarrolladas, el cual ha sido crucial para mejorar las cifras de crecimiento.

En ese entorno, y con información preliminar para el tercer trimestre, la economía estadounidense se expandió 3,5% trimestre anualizado (t/a), uniéndose al grupo de países que dejan atrás la recesión, al menos en el sentido técnico¹⁸. Dentro de estos se encuentran Alemania, Francia y Japón, que mostraron crecimientos positivos en el segundo trimestre del año¹⁹, y aunque no se cuenta con información reciente, se espera que continúen con este comportamiento en el tercero. Pese al mejor panorama internacional, el Reino Unido no logra recuperarse aún, pues reportó una contracción de 1,6% (t/a) en el tercer trimestre, cuando el mercado esperaba un aumento de 0,8% (t/a) (Gráfico 55).

Los resultados del PIB en los Estados Unidos se explican gracias a la contribución de la reposición de inventarios y al repunte del consumo, de la inversión y de las exportaciones. La dinámica de estas últimas fue influenciada directa o indirectamente por los estímulos fiscales. En el caso del consumo, la mayor parte del impulso se originó en los bienes durables, cuyo crecimiento fue de 22,3% (t/a). Esto se debe, en gran parte, al programa del gobierno para renovar el parque automotor, lo que condujo a una recuperación signifi-

18 Es decir, que presentan un crecimiento positivo luego de más de dos periodos consecutivos de caídas en el PIB. En los Estados Unidos la actividad económica se contrajo cuatro trimestres consecutivos. Las tasas de contracción, desde el tercer trimestre de 2008 hasta el segundo de 2009, fueron en su orden 2,7% (t/a), 5,4% (t/a), 6,4% (t/a) y 0,7% (t/a).

19 En el segundo trimestre de 2009 Alemania, Francia y Japón crecieron 1,3% (t/a), 1,1% (t/a) y 2,3% (t/a), respectivamente.

Gráfico 55
PIB de economías desarrolladas segundo y tercer trimestres de 2009

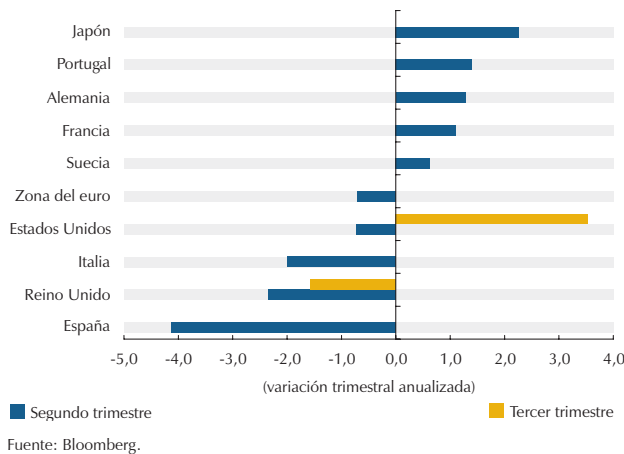


Gráfico 56
Ventas de vehículos en los Estados Unidos

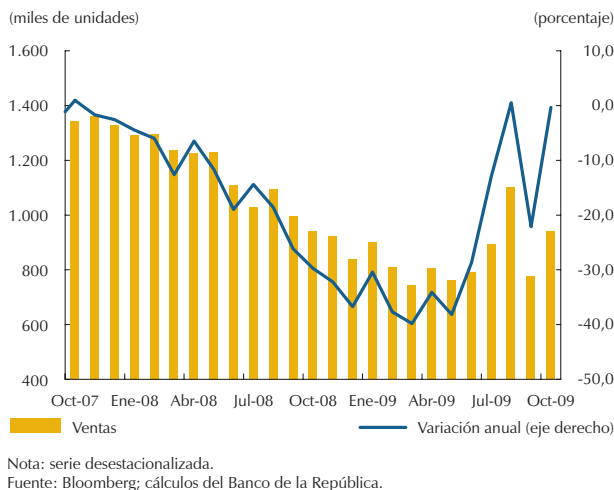
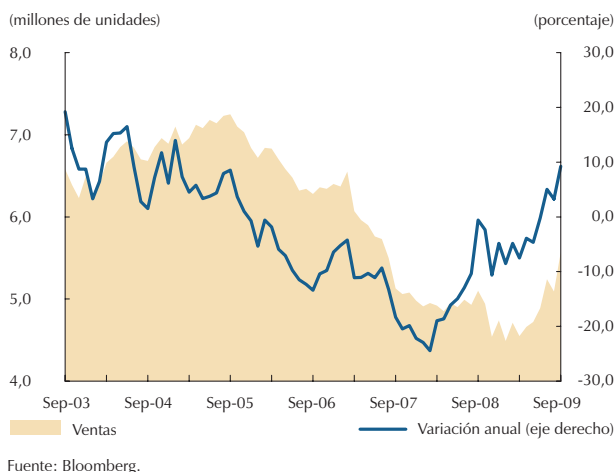


Gráfico 57
Ventas de vivienda usada en los Estados Unidos



cativa de las ventas de automóviles en el mes de julio y agosto²⁰ (Gráfico 56).

Dentro de la inversión, la residencial fue la que más ayudó al aumento del PIB, al expandirse 23,4% (t/a). En parte, esta recuperación fue posible gracias al esfuerzo del gobierno para estabilizar el mercado inmobiliario mediante programas que han incentivado la compra de vivienda y que han permitido la refinanciación de hipotecas. En meses recientes la mejoría observada en este mercado se evidencia en los repuntes de indicadores como los inicios de construcción y las ventas de residencias, tanto usadas como nuevas (Gráfico 57), y en el comportamiento de los precios de la vivienda, los cuales dejaron de caer desde hace cuatro meses²¹.

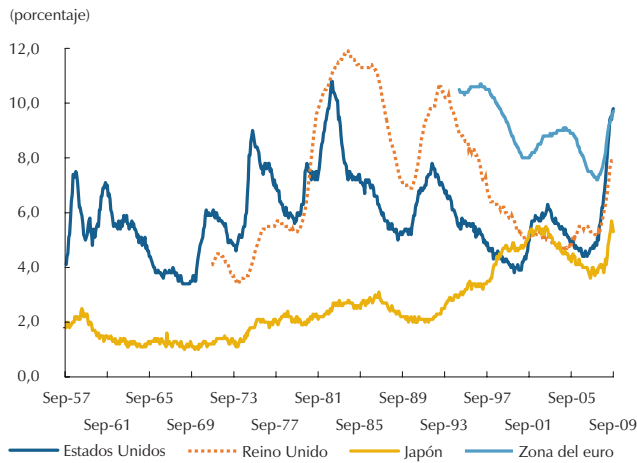
Con respecto a las exportaciones de los Estados Unidos, durante el tercer trimestre su crecimiento fue positivo por primera vez desde que se desencadenó la crisis (14,7% t/a). Sin embargo, la contribución del comercio mundial al crecimiento de ese país fue ligeramente negativa por cuanto las importaciones se recuperaron más rápido (16,4% t/a).

Pese a las señales favorables, la recuperación tanto para los Estados Unidos como para los demás países desarrollados podría ser lenta, ya que aún enfrentan riesgos muy importantes. Uno de estos está asociado con los efectos del deterioro del mercado laboral. En lo corrido del año el retroceso de la demanda laboral ha hecho que las tasas de desempleo se incrementen a gran velocidad y alcancen niveles no vistos en varios decenios (Gráfico 58). En particular, en los Estados Unidos no hay señales claras del impacto de las políticas sobre el mercado de trabajo, ni se observan signos de estabilización en el mismo. Así, las peticiones de

20 El programa *car allowance rebate system* (CARS), conocido también como *cash for clunkers* (dinero por chatarra), ejecutó alrededor de US\$3.000 millones en subvenciones. Con estos el gobierno buscaba ayudar al medio ambiente, brindando a las familias subsidios para sustituir vehículos de tecnología vieja por nueva. Según el Departamento de Comercio de los Estados Unidos, el PIB hubiera crecido en el tercer trimestre cerca de 1,84% sin la presencia de este programa.

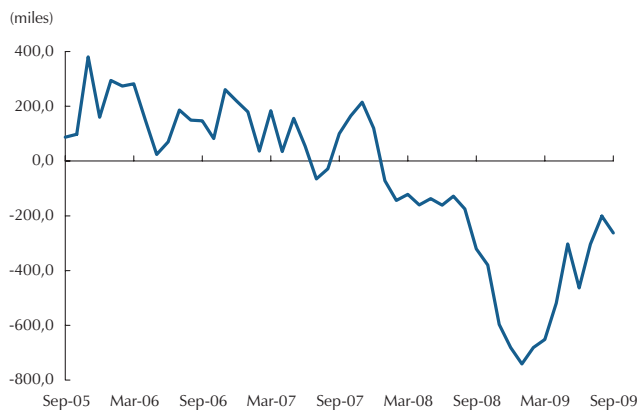
21 El índice de precios de vivienda S&P Case Shiller creció 1,2% en agosto por cuarto mes consecutivo. La variación anual fue alrededor de -11%, luego de haber alcanzado tasas anuales de -20%.

Gráfico 58
Tasa de desempleo en algunas economías desarrolladas



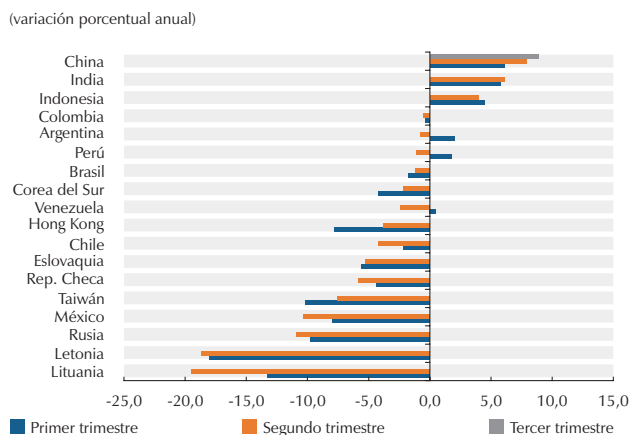
Fuente: Bloomberg.

Gráfico 59
Creación de empleo neta en los Estados Unidos



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 60
PIB real de economías emergentes, primer y segundo trimestres de 2009



Fuente: Bloomberg.

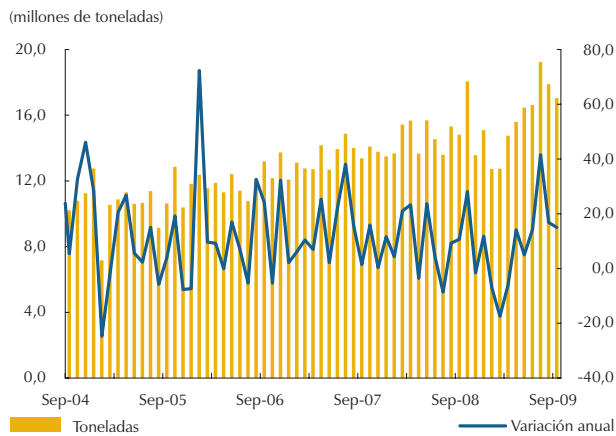
seguro de desempleo, aunque han disminuido frente a marzo, continúan en niveles muy elevados (alrededor de 560.000 solicitudes por mes en el tercer trimestre). Al tiempo, el informe de nóminas no agrícolas mostró una destrucción de empleo en el tercer trimestre que, aunque menor al de trimestres anteriores, aún es alta (alrededor de 225.000 empleos menos por mes) (Gráfico 59).

Otro riesgo surge de la capacidad que tiene la economía de esos países para generar por sí misma un crecimiento sostenido, dado que hasta ahora gran parte de los buenos resultados vistos se explican por los estímulos fiscales. Además del creciente desempleo mencionado, estas economías arrastran un lastre muy fuerte para el crecimiento como es el alto nivel de endeudamiento de firmas y hogares. Todo esto, junto con las condiciones restrictivas del crédito —expuesto en el capítulo II—, haría pensar que la recuperación del consumo y la inversión se darían lentamente en ausencia de ayudas fiscales.

En cuanto a los países emergentes, el comportamiento de la actividad económica ha sido bastante heterogéneo. Por un lado, se encuentran los países de Europa Oriental que todavía sufren fuertemente las consecuencias de la crisis y, por otro lado, están los países asiáticos que han mostrado señales de recuperación, principalmente China e India. Para América Latina las señales no son tan claras²²; por ejemplo, en algunos países como Brasil indicadores como la producción industrial y las exportaciones han repuntado, mientras que en otros todavía no se observa un signo claro de estabilización, como es el caso de México (Gráfico 60). En general, las perspectivas de mediano y largo plazos para los países en vía de desarrollo son más favorables que para las economías avanzadas, pues sus sistemas financieros estuvieron menos expuestos a la crisis internacional y los consumidores parecen estar menos endeudados (excepto por Europa Oriental).

22 En su informe más reciente sobre perspectivas de las Américas, el Fondo Monetario Internacional proyecta una caída de 2,5% en el PIB real de la región.

Gráfico 61
Importaciones de petróleo crudo de China



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 62
Precios del petróleo WTI



Fuente: Bloomberg.

La reactivación de la demanda mundial ha sido generada, en gran medida, por las economías asiáticas. India, por ejemplo, presentó un crecimiento anual del PIB de 6,1% en el segundo trimestre, frente al 5,8% visto en el primero. Por su parte, China ha mostrado un repunte significativo desde marzo en indicadores como la producción industrial, las ventas al por menor y el comercio exterior, incluyendo las materias primas (Gráfico 61). Este país ha exhibido un sorprendente fortalecimiento, el cual se reafirmó en el tercer trimestre, creciendo 8,9% a una tasa anual, luego de haberlo hecho en 7,9% el trimestre anterior.

La aceleración del crecimiento mundial, junto con la debilidad del dólar (véase capítulo II), han mantenido estables los precios del petróleo y otros bienes básicos o *commodities* (Gráfico 62), favoreciendo los términos de intercambio para los países latinoamericanos. Así, aunque en el tercer trimestre los precios del petróleo y de otros productos básicos continuaban por debajo de los máximos niveles observados a mediados de 2008, los registros han aumentado de manera importante desde marzo, a tal punto que ya en octubre se empezaron a presentar variaciones anuales positivas. De esta forma, la contribución de estos precios a la disminución de la inflación en las economías desarrolladas y emergentes estaría llegando a su fin.

Dado todo lo anterior, para este informe se modificaron levemente los pronósticos de crecimiento de nuestros socios comerciales para 2009. Igualmente, se presentan pronósticos para 2010 que suponen la continuidad de la recuperación económica mundial.

Para el caso de los Estados Unidos en el informe de junio el rango de pronóstico para 2009 se encontraba entre -3,2% y -2,3%, con escenario central de -2,7%. Según el nuevo pronóstico del equipo técnico del Banco de la República, actualmente estaría entre -2,8% y -2,4%, con un centro de -2,6%. Para 2010 se espera un crecimiento de 1,8% con un intervalo entre 0,8% y 2,8%. Lo anterior implica una recuperación lenta en el mediano plazo del PIB de ese país, dada las posibles restricciones que enfrentarían el consumo y la inversión. Debe señalarse que las proyecciones para 2010 tienden a ser inferiores que las de la mayoría de analistas, por cuanto en este informe aún se da un peso importante a los riesgos a la baja.

Para Europa se espera un crecimiento en 2009 entre -4,6% y -3,6%, con un centro de -4,1%, mientras que para 2010 el rango se encuentra entre 0% y 1,5% con un punto central en 0,5%. En el escenario central el crecimiento en 2009 y 2010 para Venezuela es de -0,7% y 0,5%, mientras que para Ecuador sería de -1% y 1,5%, respectivamente (Cuadro 8) (véase Recuadro 2, p. 34).

El precio del petróleo (WTI) para 2010 fluctuaría entre US\$65 y US\$79 el barril.

Cuadro 8
Evolución de los pronósticos de crecimiento real de nuestros socios comerciales

	Observado		Proyecciones	
	2007	2008	2009 ^{a/}	2010 ^{a/}
Principales socios				
Estados Unidos	2,0	0,4	[(2,8) y (2,4)]	[0,8 y 2,8]
Zona del euro	2,7	0,7	[(4,6) y (3,6)]	[0 y 1,5]
Venezuela	8,2	4,8	[(1,5) y 0,0]	[0 y 1]
Ecuador	2,5	6,5	[(2,0) y 0,0]	[0,5 y 2,5]
Otros socios				
Japón	2,3	(0,7)	(6,0)	1,7
China	13,0	9,0	(7,0 y 9,0)	(8 y 10)
Perú	8,9	9,8	1,5	4,3
México	3,3	1,3	(7,1)	3,0
Chile	4,7	3,2	(1,5)	4,0
Argentina	8,7	7,0	(2,3)	2,2
Brasil	5,7	5,1	(0,1)	4,6
Bolivia	4,6	6,2	2,3	3,2
Países desarrollados	2,7	0,6	(3,4)	1,3
Países en desarrollo	8,3	6,0	1,7	5,1
Total mundial	5,2	3,0	(1,1)	3,1

a/ El rango de pronóstico supone un escenario optimista (techo del intervalo) y uno pesimista (piso del intervalo).
Fuentes: Datastream, Consensus, FMI y Banco de la República.

La alta volatilidad registrada por los precios del petróleo y otras materias primas durante el segundo trimestre llevó a modificar los pronósticos en este informe, situándolos en niveles más altos que lo previsto hace tres meses. En particular, para el petróleo West Texas Intermediate (WTI) se prevé un rango entre US\$57 y US\$61 el barril para 2009, con un escenario central de US\$59. En el informe anterior el rango estaba entre US\$50 y US\$60. Los nuevos pronósticos implican un precio promedio del crudo en lo que resta del año de US\$68 el barril. Para el resto de bienes básicos se esperan también aumentos en los precios, excepto para el café (Cuadro 9). Para 2010 se considera que el precio promedio podría fluctuar entre US\$65 y US\$79 por barril, con US\$72 como nivel más probable.

En conclusión, a pesar del repunte de las condiciones económicas en los países desarrollados, tanto en el plano financiero como en la actividad real, los riesgos que influyen sobre el crecimiento continúan siendo altos. Si bien las políticas contracíclicas adelantadas por las autoridades económicas han contribuido en el corto plazo al crecimiento económico, en el largo plazo podrían atentar contra la estabilidad macroeconómica. Así las cosas, habrá que esperar a que los desbalances macroeconómicos estructurales de las economías industrializadas se ajusten para observar una recuperación sostenida.

Para los países emergentes se esperaría una recuperación más rápida de la que podría observarse en las economías industrializadas, especialmente en los asiáticos y latinoamericanos. Esta afirmación se justificaría porque, al iniciar la crisis, estas

últimas regiones contaban con un sistema bancario más saludable y menores niveles de endeudamiento de los hogares y empresas.

Cuadro 9
Precios internacionales

Producto	2007	2008	Proyección para 2009		Proyección para 2010 ^{a/}	
			Escenario A	Escenario B	Escenario A ^{b/}	Escenario B ^{b/}
Café (ex dock) (dólares por libra)	1,30	1,44	1,20	1,80	1,12	1,67
Petróleo WTI (dólares por barril)	72,3	99,9	56,1	61,1	65,0	79,0
Petróleo (dólares por barril)	66,2	90,2	51,2	55,7	60,4	73,4
Carbón (dólares por tonelada)	50,8	83,4	51,4	64,7	60,2	83,2
Ferróniquel (dólares por libra)	5,5	3,4	1,6	2,06	2,06	2,14
Oro (dólares por onza troy)	696,9	873,0	880,2	975,2	950,1	1.052,6

a/ Balanza de pagos estimada en julio de 2009

b/ A y B corresponden a los escenarios pesimista y optimista, respectivamente.

Fuente: Banco de la República.

B. BALANZA DE PAGOS

Durante el primer semestre de 2009 se registró un ajuste en las cuentas externas del país, caracterizado por un menor déficit de la cuenta corriente y una disminución en las entradas de capital. El ajuste en el déficit corriente refleja la reducción tanto de la demanda interna como de la externa, la menor renta de la inversión y la disminución de los precios de exportación. Por su parte, las menores entradas de capital han sido suficientes para financiar la mayor parte del déficit de cuenta corriente. El origen de estas entradas ha sido principalmente la inversión directa y el endeudamiento externo del sector público.

De esta forma, al primer semestre de 2009 la balanza de pagos presentó un déficit en la cuenta corriente de US\$1.727 m (1,6% del PIB semestral), inferior en US\$828 m al observado en el mismo período del año anterior, y un superávit en la cuenta de capital y financiera de US\$1.878 m (1,8% del PIB semestral), inferior en US\$1.947 m al contabilizado durante el primer semestre de 2008. El saldo de la cuenta corriente en el primer semestre de 2009 se redujo en términos anuales debido a que la caída en los egresos corrientes (-US\$4.861 m) superó la reducción de los ingresos (-US\$4.033 m). La disminución de los egresos corrientes se explica, principalmente, por las menores importaciones de bienes (-US\$3.015 m) y por menores egresos de la renta factorial en US\$1.601 m. Por su parte, en términos anuales el menor valor de los ingresos corrientes se originó en la contracción de las exportaciones de bienes por US\$3.457 m y en los menores ingresos por transferencias (-US\$312 m). Estos últimos, a su vez, fueron afectados por una caída anual de 10,5% (-US\$245 m) en los ingresos por remesas de trabajadores, especialmente en los provenientes de los Estados Unidos (-US\$159 m, -18,5%), y Venezuela (-US\$68 m, -27%).

Por su parte, las menores entradas netas de capital estuvieron asociadas con mayores salidas para constitución de inversiones directas y otros activos de colombianos en el

Colombia recibió US\$4.897 millones de inversión extranjera directa en el primer semestre del año.

exterior. En el período de análisis Colombia recibió US\$4.897 m (4,6% del PIB) por concepto de inversión extranjera directa, monto inferior en US\$521 m al observado un año atrás, cuando se recibieron US\$5.417 m. Por su parte, en el primer semestre de 2009 se contabilizaron US\$2.649 m por inversiones directas de colombianos en el exterior, las cuales fueron mayores en US\$1.797 m a las registradas en el primer semestre de 2008. El aumento se debió, principalmente, a las adquisiciones de acciones de empresas relacionadas con la distribución de combustibles y la exploración y explotación petrolera en algunos países latinoamericanos y en los Estados Unidos. Así mismo, se registraron salidas netas de capital del sector privado por US\$4.308 m durante el primer semestre de 2009, frente a las entradas observadas por US\$118 m en el mismo período de 2008. Dichas salidas fueron parcialmente compensadas por entradas del sector público por un valor de US\$3.939 m, las cuales se contrastan con las salidas registradas un año atrás por US\$858 m.

Para el resto del año 2009 se estima una ampliación en el desbalance externo frente a lo registrado en el primer semestre del año, teniendo en cuenta un ligero aumento de las importaciones de bienes para el segundo semestre con respecto al primero de 2009, una caída de las remesas de trabajadores, y una reducción de las exportaciones de bienes, debido, principalmente, a las restricciones impuestas por Venezuela. Por el lado de la cuenta de capitales, el desempeño de la economía colombiana en 2009 permite suponer que los ingresos por inversión extranjera directa neta continuarán siendo la principal fuente de financiamiento externo, junto con los flujos de capitales del sector público. De esta forma, los escenarios considerados tanto para el crecimiento real de nuestros socios comerciales como para los precios internacionales de nuestros productos exportados implican un déficit en cuenta corriente para el año 2009 entre 2,3% y 3,2% del PIB.

La proyección de balanza de pagos para el año 2010 toma en cuenta los supuestos de los escenarios mencionados en el contexto externo, los cuales consideran una recuperación tanto de la demanda externa como de la interna. Esto implica un aumento de las exportaciones colombianas, aunque leve, dado que las restricciones a Venezuela continuarán afectando el comercio bilateral. Por su parte, las importaciones tendrán un incremento significativo en dólares debido al mayor dinamismo que puede tener la demanda interna. Así mismo, las remesas de trabajadores en el exterior serán mayores dada la recuperación de la economía mundial. Lo anterior mostraría un déficit en cuenta corriente entre 2,9% y 3,5% del PIB de 2010, el cual estaría financiado, principalmente, por inversión extranjera directa y deuda pública, de manera similar a como sucede en 2009.

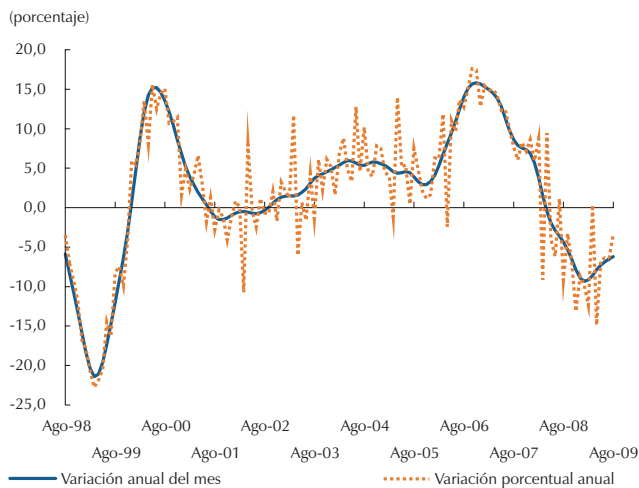
C. CRECIMIENTO INTERNO

1. El tercer trimestre de 2009

Para el tercer trimestre del año la mayoría de indicadores de actividad económica disponibles mostraron menores caídas anuales con respecto a los dos anteriores trimestres, pero sin evidenciar aún crecimientos importantes en sus niveles. Aunque

Para el segundo semestre de 2009 se espera una ampliación del déficit en cuenta corriente.

Gráfico 63
Crecimiento anual de la producción industrial sin trilla de café y su tendencia



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

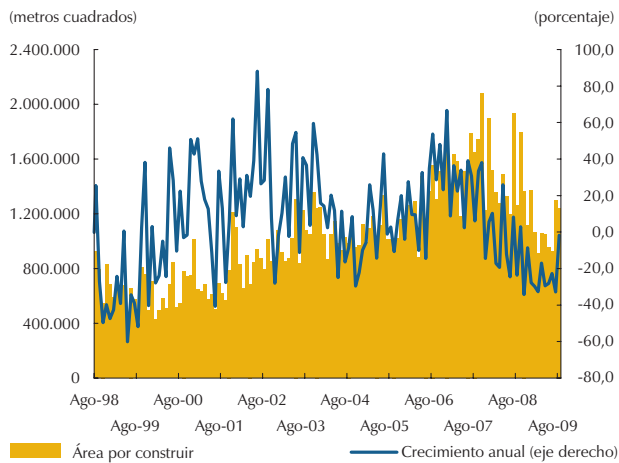
esto indica que los peores registros en materia de variaciones anuales ya se habrían superado, también señala que la recuperación de la actividad económica es aún muy incipiente.

Por el lado de la oferta, en donde se cuenta con mayor cantidad de información disponible, la producción de la industria en agosto, según información del DANE, cayó 3,3% frente a un año atrás. Este resultado, en términos de variaciones anuales, se compara favorablemente con lo sucedido en meses anteriores (Gráfico 63). Sin embargo, en niveles, la producción industrial de agosto (ajustada por estacionalidad) decreció frente a la de julio. Este hecho se debe examinar con cautela, pues tal mes tuvo dos días hábiles menos que julio. Cuando la serie desestacionalizada de producción se ajusta por días hábiles, la cifra de agosto resulta mayor que la de julio, aunque es similar a la de meses anteriores.

Dado lo anterior, no es posible concluir que el nivel de la producción industrial tocó fondo en agosto, pero sí parece claro que el ritmo de caída ha disminuido notablemente y que de continuar así se estaría tocando fondo entre septiembre y comienzos del cuarto trimestre. Esto, siempre y cuando las nuevas restricciones impuestas por Venezuela a comienzos del segundo semestre del año tengan un efecto moderado en la actividad industrial para lo que resta de 2009 (como se mencionará más adelante).

Un indicador de actividad económica que mostró un considerable repunte es el de la demanda de energía total (regulada y no regulada), el cual, para el tercer trimestre, creció 2,2% en términos anuales, registro mejor que el del primero y segundo trimestres (0,8% y 0,3%, respectivamente). Esta variable está asociada tanto con el comportamiento del gasto como con el de la producción en zonas urbanas principalmente. Algo similar sucedió con las licencias de construcción, las cuales registraron un aumento en sus niveles durante julio y agosto frente a los meses anteriores, aunque aún muestran caídas anuales importantes (Gráfico 64).

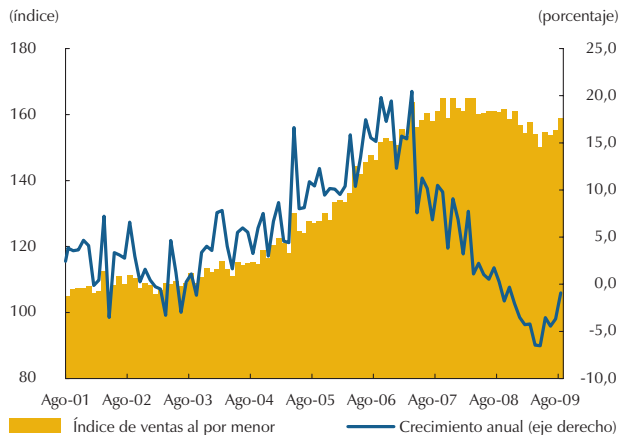
Gráfico 64
Área aprobada para construir según licencias de construcción



Fuente: DANE.

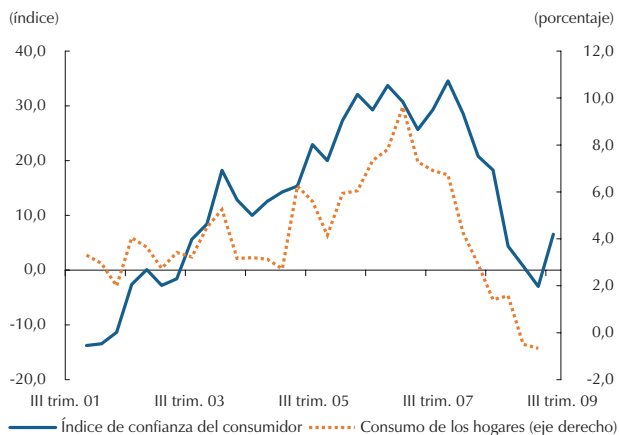
Por el lado de la demanda, los indicadores disponibles también muestran que la caída anual de la actividad económica se ha atenuado. Por ejemplo, a partir de mayo y hasta agosto las ventas del comercio al por menor, que están estrechamente relacionadas con el consumo de los hogares, aumentaron en cantidades y su ritmo de contracción anual ha venido disminuyendo (-0,9% anual en agosto, frente a -3,7% en julio) (Gráfico 65). Cuando se excluyen los automotores, se observa que la

Gráfico 65
Comercio al por menor sin combustibles



Fuente: DANE

Gráfico 66
Consumo de los hogares e indicador de Fedesarrollo



Fuente: Fedesarrollo; DANE.

caída anual de las ventas en agosto es levemente menor (-0,7%), lo que indicaría que el comportamiento de las ventas de vehículos aún afecta negativamente a las ventas totales, pero en menor medida a como lo venía haciendo en trimestres anteriores.

En la misma dirección apunta el indicador de confianza del consumidor de Fedesarrollo, el cual repuntó en el tercer trimestre y se situó por encima de los niveles observados en el primer semestre del año (Gráfico 66). Dada la alta correlación de este indicador y del de ventas al por menor con el consumo de los hogares, es posible prever alguna mejoría en el desempeño de esta última variable durante el tercer trimestre.

Donde no se observa un quiebre en las tendencias es en el gasto de inversión diferente al relacionado con construcción de vivienda. Una variable correlacionada con este agregado, como son las importaciones de bienes de capital en pesos constantes, mostró a agosto una mayor caída en términos anuales, frente a la registrada en los dos trimestres anteriores.

Con base en la anterior información, se estima que el PIB para el tercer trimestre de 2009 crecería dentro del rango -0,5% y 0,3%. Este intervalo considera que el consumo del Gobierno continuará contribuyendo positivamente al crecimiento, tal como se observó en el primer semestre del año, mientras que la inversión en obras civiles seguirá expandiéndose, pero a tasas mucho más moderadas que las del segundo trimestre. Por

su parte, el consumo de los hogares comenzaría a mostrar una leve recuperación, mientras que las exportaciones volverían a contraerse a un ritmo anual similar al del segundo trimestre, lo cual supone que las restricciones comerciales impuestas por Venezuela en agosto golpearían parcialmente este rubro y que sus efectos se empezarían a sentir con mayor fuerza a partir del cuarto trimestre.

2. Pronósticos para 2009 y todo 2010

El comportamiento de la economía colombiana en lo que resta de 2009 y durante 2010 dependerá de cuán rápida y sostenible sea la recuperación de la economía mundial y del efecto que tenga la política monetaria holgada que adelanta actualmente el Banco de la República, en la cual sobresalen las tasas de interés reales históricamente bajas. A lo anterior habría que sumar el impacto que podrían tener las restricciones comerciales impuestas por Venezuela, en caso de que éstas se llegaran a prolongar, y de que los empresarios colombianos encontrasen dificultades

Para la segunda mitad de 2009 y para 2010 se espera una contracción del comercio con Venezuela.

para sustituir dicho mercado. El contexto externo seguirá afectando la economía colombiana no sólo directamente mediante la disminución de las exportaciones sino también a través de los canales indirectos (mencionados en el primer capítulo), aunque en menor intensidad que en el primer semestre.

Dentro del ejercicio de pronóstico que se presenta en este informe se tuvieron en cuenta las señales positivas que se empezaron a ver en la economía mundial durante el segundo y tercer trimestres, las cuales permiten prever un crecimiento mundial positivo para la segunda mitad del año (tal como se menciona al comienzo de este capítulo). Sin embargo, las proyecciones también tienen en cuenta la alta incertidumbre que acompaña estas previsiones en particular, la que está relacionada con la posible incapacidad de las economías desarrolladas para sostener el crecimiento, una vez disminuyan los estímulos fiscales. Dicha incertidumbre se encuentra reflejada en los rangos de pronóstico para este año y el siguiente.

Con relación a Venezuela, se espera que el comercio bilateral se contraiga como consecuencia del comportamiento de la economía de este país, pero sobre todo producto de las restricciones impuestas en lo corrido del año. Sobre este particular se destaca el reciente anuncio de la reducción total de la importación de vehículos colombianos, así como los obstáculos a la importación de productos agropecuarios, resultado de la suspensión de certificados fitozoosanitarios. De igual forma, la venta de productos colombianos seguirá supeditada a la disponibilidad de dólares en el vecino país, la cual se prevé será limitada en lo que resta de 2009, así como en el año siguiente.

Los pronósticos que se presentan en este informe suponen que las restricciones comerciales anunciadas en agosto seguirán vigentes en lo que resta del año y en 2010. Sin embargo, se tiene en cuenta que su efecto puede variar, dependiendo del grado de efectividad de dichas restricciones, del éxito de los exportadores colombianos en la búsqueda de nuevos compradores para sus productos y de la evolución de la economía mundial que determinará la capacidad de los otros socios actuales para absorber los excedentes comerciales.

El impacto de las nuevas restricciones se estimó entre -0,2 y -1,1 pp sobre el crecimiento del PIB, el cual se distribuiría entre finales de 2009 y a lo largo de 2010, siendo mayor el efecto para el próximo año. Estos cálculos fueron incorporados en el rango de pronóstico para 2009 y 2010 que se presenta a continuación. No obstante, cabe mencionar que en otros estudios el efecto estimado es mayor: entre -1,0% y -1,3% del PIB (véase Recuadro 2, p. 34).

Como es habitual, los límites superior e inferior del intervalo se obtuvieron teniendo en cuenta los escenarios externo y de balanza de pagos presentados. Además, para estos supuestos se tuvo en cuenta lo siguiente:

- Para el techo de intervalo: se espera que el consumo público crezca 1,4% en todo 2009 mientras que la inversión en obras civiles lo haría en 18,9% (frente al 15% esperado en el informe anterior). Para 2010 se supone un menor

Los pronósticos para 2010 suponen que el sistema financiero continúa siendo solvente.

crecimiento de las obras civiles respecto al que se registraría en 2009, en tanto que el crecimiento del consumo público sería un poco mayor.

- Para el piso del intervalo: el consumo y la inversión en obras civiles crecerían en 2009 0,5% y 15%, respectivamente. En este escenario, el consumo público se expandiría en 2009 menos que en 2008, mientras que la inversión en obras civiles lo haría a una tasa considerablemente mayor. Para 2010 se supone un comportamiento del consumo público y de las obras civiles igual al previsto en el techo del intervalo.

Para todos los escenarios de pronóstico contemplados en este informe se supone que el sector financiero continuará siendo estable y solvente, como se ha registrado en lo corrido del año. De esta forma, la economía seguirá contando con un sistema financiero que permitirá que los efectos de la política monetaria se transfieran eficientemente a los agentes en forma de mejores condiciones de crédito y de una reducción de los costos de financiamiento, que se traduciría en un aumento del ingreso disponible.

Así las cosas, los principales resultados del ejercicio son:

1. Para todo 2009 el consumo presentará una caída sólo en el escenario más desfavorable, mientras que en el más probable se espera un crecimiento positivo, aunque de poca magnitud. Con lo que se ha observado hasta el segundo trimestre y lo que se prevé para el tercero, lo anterior implica que para finales de 2009 el consumo continuaría recuperándose y podría mostrar un crecimiento anual positivo. El repunte de este gasto se consolidaría durante todo 2010. Por tipo de consumo, las contribuciones varían de manera importante: mientras en todo 2009 el consumo del Gobierno estaría siendo el componente más dinámico, en 2010 la mayor contribución la efectuará el consumo de los hogares. Esta última variable, de la cual se espera una caída anual para todo 2009, presentará una recuperación el año siguiente como resultado de varios factores. En primer lugar, por la recuperación de la confianza de los consumidores; segundo, por el aumento proyectado de las remesas (ver sección anterior) y, finalmente, por el efecto positivo que sobre el ingreso real de los hogares tendrían la caída de la inflación, junto con la disminución de las tasas de interés promovidas por la JDBR durante 2009.
2. El comportamiento de la demanda interna, tanto en 2009 como en 2010, se vería favorecido por el buen desempeño de la inversión en obras civiles, tal como viene ocurriendo desde el primer trimestre de este año. Paralelamente, aunque los flujos de inversión extranjera seguirían siendo favorables en lo que resta de este año, esto no evitaría que en el registro final de 2009 se presente una caída importante de la inversión sin obras civiles en todos los escenarios mencionados. Ello guarda relación con los bajos niveles de utilización de la capacidad instalada y la debilidad de la demanda. Por razones similares, para 2010 tampoco se espera un crecimiento significativo

Las obras civiles continuarán ayudando al crecimiento en lo que resta de 2009 y en 2010.

de la inversión sin obras civiles, excepto en el escenario más optimista. El aumento previsto en la inversión extranjera directa para 2010 afectaría, sobre todo, las cifras de obras civiles, especialmente las del sector minero.

3. A pesar de la recuperación observada y esperada en el entorno externo, las exportaciones no mostrarían una mejoría sustancial en lo que resta del año como resultado de las nuevas restricciones comerciales impuestas por Venezuela. El escenario más probable, el cual contempla parcialmente el efecto de estas nuevas restricciones, implicaría que el nivel de las exportaciones en el segundo semestre de 2009 sería similar al registrado a comienzos de 2007. Dado lo anterior, para todo 2009 las exportaciones se contraerían en pesos constantes. Por su parte, para 2010 se espera una ligera recuperación de las exportaciones en términos reales, gracias a un entorno externo más favorable, y en particular, a un crecimiento positivo de los Estados Unidos. A su vez, se prevé un aumento en la producción y ventas externas de materias primas.

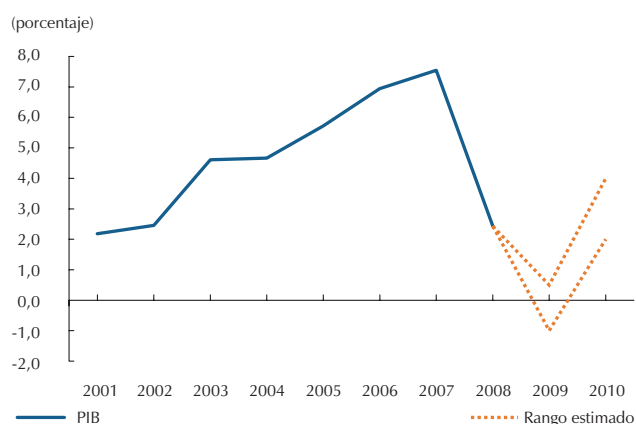
Este pronóstico incluye una caída de las exportaciones a Venezuela, que sería de alrededor de 40% y que supone que las restricciones anunciadas se hacen efectivas en un porcentaje importante, pero no en su totalidad.

De acuerdo con lo anterior, para todo 2009 se modificó levemente el rango de pronóstico con relación al presentado en el informe anterior. De esta forma, se prevé que el crecimiento se ubicará entre -1,0% y 0,5% (Gráfico 67); dicho intervalo es coherente con los escenarios de balanza de pagos presentados.

Cabe señalar que el crecimiento del PIB para 2009, sugerido por el índice líder Imaco (cuya metodología fue descrita en el *Informe sobre inflación* de junio (Recuadro 2, p. 34) es superior a 1% (Gráfico 68), por encima del rango presentado atrás. Esto podría obedecer a que las variables que utiliza dicho indicador no recogen plenamente el efecto de choques exógenos como las restricciones comerciales. De todas maneras, el Imaco confirma un quiebre en las tendencias de crecimiento a partir del tercero o cuarto trimestres de este año, que es algo que se encuentra implícito en el rango de crecimiento previsto.

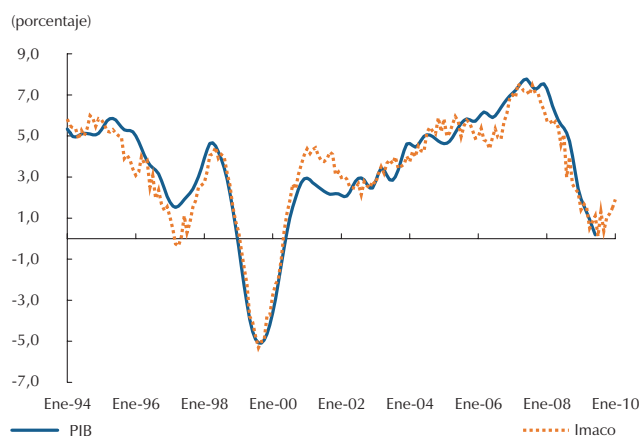
En este informe no se modificó el rango previsto de crecimiento para 2010, el cual se mantiene entre 2% y 4% (Gráfico 67). Dados los supuestos sobre el comportamiento del consumo público y de la inversión en obras civiles, las variaciones en el crecimiento provienen principalmente de cambios en los escenarios externos y de balanza de pagos. Específicamente, las mejoras en las perspectivas de crecimiento mundial y de términos

Gráfico 67
Pronósticos de crecimiento del PIB para 2009-2010



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 68
Imaco (líder 5 meses del PIB) y crecimiento acumulado 4 trimestres del PIB



Fuente: cálculos del Banco de la República.

de intercambio, entre otros, fueron compensadas por los efectos negativos que traerían las restricciones comerciales anunciadas en agosto. En este sentido, teniendo en cuenta dichos choques en el comercio exterior, hoy en día se considera que el pronóstico de crecimiento para el próximo año puede estar más sesgado hacia la parte inferior del rango.

EXPORTACIONES E IMPORTACIONES EN DÓLARES A AGOSTO DE 2009

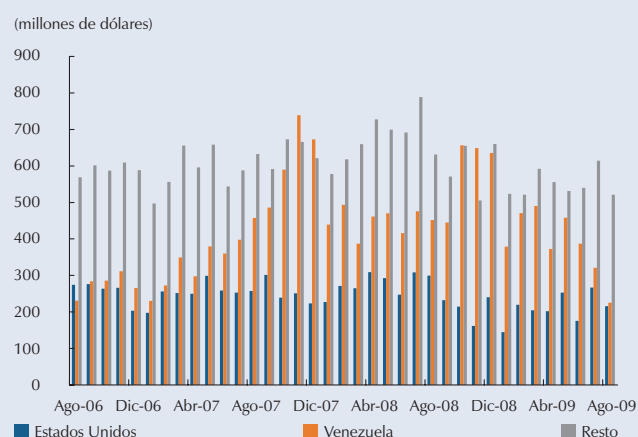
En lo corrido del año al mes de agosto la balanza comercial fue superavitaria en US\$874 m, inferior en US\$1.112 m al registro de un año atrás. Esto se debió a una caída de las exportaciones de 19,4%, superior a la de las importaciones FOB (-16,5%). A nivel mensual, en agosto la balanza comercial fue superavitaria en US\$260 m, como consecuencia de superávits comerciales con Estados Unidos, Venezuela y Ecuador.

Las exportaciones totales en dólares se redujeron 19,4% en lo corrido del año al mes de agosto, comparado con el mismo período del año 2008. Según la clasificación industrial internacional uniforme (CIIU), las exportaciones del sector industrial se contrajeron 22,1%, las del minero 17,2% y las del sector agropecuario 12,1%. Aunque dichas caídas fueron significativas, los niveles de las exportaciones estuvieron cercanos a los del mismo período de 2007, excepto en el caso del sector minero el cual evidencia una mejoría con respecto a dicho año.

Por destino, en lo corrido del año al mes de agosto las ventas hacia los Estados Unidos, rubro que representa el 38% del total de las exportaciones, exhibieron un descenso de 22,5%, el mayor entre los diferentes socios comerciales del país. Dicha contracción se originó en las menores ventas de los sectores minero (26,2%) e industrial (19,7%). Por su parte, las exportaciones hacia Venezuela, que representan el 16%, registraron una caída de 9,8% año corrido, explicada, principalmente, por una caída en las ventas del sector industrial (-12,5%). Cabe señalar que las ventas a Venezuela durante el mes de agosto cayeron de manera importante frente al mismo mes del año anterior (-45,7%), mucho más de lo que venía sucediendo en meses anteriores. Finalmente, para el resto de países las exportaciones se redujeron en 19,8% (año corrido al mes de agosto), lo que es explicado, principalmente, por la menores ventas del sector industrial a la Unión Europea y

al grupo de países de la Comunidad Andina (sin Venezuela). En los últimos tres meses el deterioro de las exportaciones ha sido mayor hacia Venezuela que hacia el resto de los socios comerciales del país (Gráfico A).

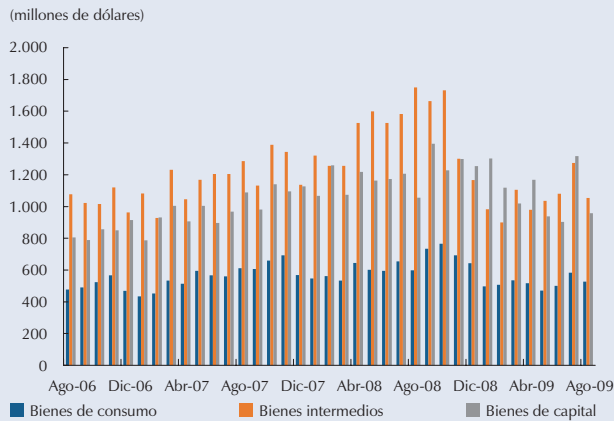
Gráfico A
Exportaciones sin principales productos hacia los Estados Unidos, Venezuela y resto^{a/}



a/ Los principales productos son: Carbón, crudos y derivados, café, oro y ferróniquel.
Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

En lo corrido del año al mes de agosto de 2009 las importaciones (CIF) sumaron US\$21.293 m, con una contracción anual de 17,4%. La reducción más importante fue registrada por las importaciones de bienes intermedios (28,8%), en particular las compras realizadas a los Estados Unidos. La reducción de las importaciones totales también fue acentuada por el comportamiento de las de bienes de consumo y bienes de capital, las cuales cayeron 12,6% y 5,4%, respectivamente (Gráfico B). Así mismo, se debe mencionar que en volúmenes todas las importaciones exhibieron caídas.

Gráfico B
Importaciones de bienes, CIF



Fuente: DANE; cálculos del Banco de la República.

D. PERSPECTIVAS DE LA INFLACIÓN

1. Pronóstico

Ha aumentado la probabilidad de que la inflación se mantenga dentro del rango meta de largo plazo en 2010.

Para este informe se considera que han disminuido los riesgos de que surjan presiones inflacionarias permanentes en lo que resta del año y hacia 2010. En los últimos meses la inflación total descendió más de lo previsto por el Banco de la República, situándose en niveles cercanos al 3%, lo que aumenta la probabilidad de que se mantenga en el rango meta definido por la JDBR para el largo plazo (entre 2% y 4%) en lo que resta del año y hacia 2010.

Varios factores recientes han confluído para permitir el descenso adicional de la inflación y para disminuir los riesgos de aumentos a futuro. La mayoría de estos elementos ya se habían identificado en informes pasados, pero en ese momento las tendencias bajistas no eran tan evidentes como hoy en día.

Como se explicó, las menores presiones sobre precios de alimentos, combustibles y otros regulados, que se iniciaron a comienzos de año, se prolongaron durante el tercer trimestre, superando lo anticipado por el Banco de la República. Esto fue posible, sobre todo, por un mejor comportamiento de los precios de alimentos procesados y semiprocados y estuvo relacionado con la apreciación del peso, con una demanda más débil, en parte, por las trabas a las exportaciones hacia Venezuela, y por unos aumentos sustanciales de la oferta en algunos productos semiperecederos.

Además, en el caso de combustibles y materias primas importadas, aunque se observaron aumentos en los precios internacionales entre el segundo y el tercer

El fenómeno de El Niño puede ocasionar alzas en precios de alimentos y energía a mediados de 2010, pero estas serían transitorias.

trimestres, estos no fueron muy importantes, excepto en el caso del petróleo, y fueron compensados por la apreciación del peso. Así mismo, en los últimos meses las cotizaciones tendían a estabilizarse.

Los pronósticos que se presentan a futuro suponen que los ajustes bajos en alimentos, combustibles y regulados podrían mantenerse por varias razones. En primer lugar, no se esperan aumentos importantes en los precios internacionales de los alimentos ni de los combustibles, por cuanto se estima que la recuperación de la demanda mundial será lenta (como se argumenta en las secciones precedentes). Así mismo, se estima que la oferta agrícola interna será amplia, por lo menos en lo que resta del año y a comienzos de 2010 en varios productos clave en la canasta del IPC, como el arroz, ya que el área sembrada aumentó en forma importante durante el segundo semestre (véase Capítulo I). Con respecto a los choques de demanda por cuenta de las restricciones comerciales, parece que estos se mantendrán hacia 2010, obligando a la oferta agropecuaria centrada en esos mercados a redirigirse al mercado interno.

En alimentos, energía y gas hay riesgos alcistas debido a la presencia del fenómeno de El Niño, pero se cree que su efecto sería transitorio, como se menciona más adelante. Además, en el pasado los efectos de este fenómeno climático sobre los precios no han sido regulares ni sistemáticos por lo que resulta difícil evaluar la magnitud del riesgo que se enfrenta (véase Recuadro 1).

Los precios relativos de los alimentos ya se encuentran en niveles históricamente altos.

Por otro lado, aunque los precios de varios productos perecederos han caído en meses recientes, lo que debe producir hacia el futuro un recorte en la oferta con los consiguientes repuntes en precios, dichos aumentos tendrían una duración menor a un año. De igual manera, las caídas registradas en el pasado reciente no han sido mayores a las que usualmente se han observado y los precios relativos de estos productos, así como los del resto de alimentos, se mantienen relativamente altos, aunque en no pocos casos en niveles máximos históricos (véase Gráfico R1.1 del Recuadro 1). Esto último reduce la probabilidad de observar aumentos permanentes en precios relativos de estos productos, a menos que se presenten nuevos choques en los costos y precios internacionales.

Para la inflación más estrechamente vinculada con la política monetaria tampoco se prevén aumentos de consideración en 2010, en parte, por las razones ya expuestas. Por un lado, en este informe no se esperan presiones sobre precios por cuenta del tipo de cambio. Por otro, se están descartando aumentos en los precios internacionales de productos manufacturados importados, dados los amplios excesos de capacidad instalada que existen en la industria mundial. Estos dos factores se conjugarían para evitar ajustes importantes en el IPC de transables sin alimentos ni regulados.

En relación con el IPC de no transables sin alimentos ni regulados, las condiciones están dadas para que el próximo año los ajustes sean reducidos y más compatibles con la meta de inflación de largo plazo. En primer lugar, todo apunta a que las presiones de demanda permanecerán inactivas el próximo año, pese al mayor crecimiento económico proyectado. Esto es así porque la demanda interna, incluyendo

Para 2010 se esperan ajustes bajos en los precios de varios servicios que son altamente indexados y que representan el 20% del IPC.

el consumo, aún estaría recuperándose de la caída de 2009. Además, los excesos de capacidad productiva con los que se iniciaría el año son altos, como resultado del aumento considerable del acervo de capital de años anteriores y, sobre todo, del incremento de la tasa de desempleo. En relación con esto último, las estimaciones efectuadas por el equipo técnico del Banco de la República indican que es posible que la brecha del producto continúe en terreno negativo y sea relativamente amplia en 2010, aún contando con una expansión económica, como la señalada en la sección anterior de este capítulo.

En segundo lugar, y más importante aún, las bajas expectativas de inflación deben inducir bajos ajustes en precios en los bienes y servicios no transables a comienzos de 2010. Así, mismo, los mecanismos de indexación mediante contratos salariales y de precios, que en el pasado han hecho que la inflación en Colombia exhiba una alta inercia, en la actual coyuntura podrían ayudar a mantener anclados los ajustes de precios de muchos bienes y servicios en niveles bajos.

Es el caso del salario mínimo, cuyo reajuste para 2010 se espera que esté por debajo del observado en 2009 y cercano al 3%, lo cual tendería a limitar los ajustes de una amplia gama de bienes y servicios, no sólo de los no transables. También es el caso de los precios de los servicios de educación, salud y bancarios, entre otros, cuyos ajustes anuales al tercer trimestre aún rondaban el 7%, pero que podría disminuir significativamente a comienzos de 2010. Un comportamiento similar cabría esperar de los arriendos, aunque en este caso las ganancias serían menores, pues dichos precios ya se vienen ajustando a tasas menores. En conjunto, estos cuatro rubros representan cerca del 20% del IPC en Colombia.

Teniendo en cuenta lo anterior, los pronósticos centrales del banco indican que la inflación terminaría en 2009 cerca del 3%. Por componentes, y frente a los resultados de septiembre, se esperaría un descenso adicional de la variación anual de alimentos, y en menor medida de transables y de no transables sin alimentos ni regulados. La variación anual de regulados podría mostrar un repunte, sobre todo, por una base de comparación muy baja a finales de 2008, debido a las caídas de tarifas del gas domiciliario en ese momento.

Para 2010, en ausencia de efectos importantes por cuenta de El Niño y con aumentos moderados en los precios internacionales de materias primas y alimentos, el pronóstico central indica que la inflación al consumidor durante todo el año permanecería alrededor del rango meta de largo plazo (entre 2% y 4%). La variación anual de alimentos se incrementaría hacia mediados de año, pero no de forma sustancial, y para el segundo semestre descendería nuevamente, terminado 2010 por encima de lo proyectado para diciembre de 2009.

La variación anual del IPC de no transables sin alimentos ni regulados debe presentar un descenso en el primer semestre de 2010.

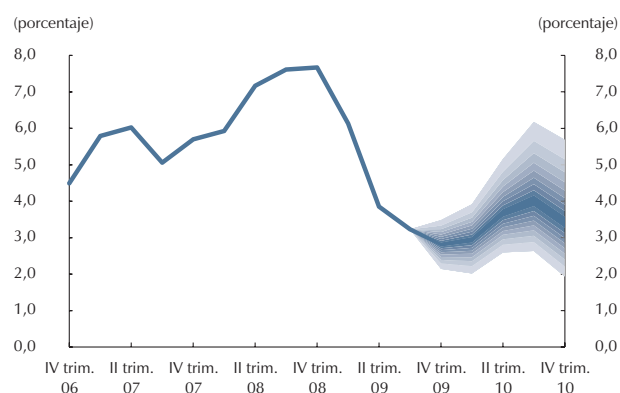
Para la variación anual de no transables sin alimentos ni regulados sí se espera un descenso significativo a lo largo del año, pero en especial concentrado en el primer semestre, por las razones ya expuestas. Los transables sin alimentos ni regulados, por su parte, tenderían a repuntar levemente hacia la segunda mitad del año. Finalmente, para el IPC de regulados se da algún incremento en la variación anual, la

cual obedece a un efecto leve de El Niño en las tarifas de energía y gas, y a algún reajuste en combustibles y transporte público.

2. Balance de riesgos

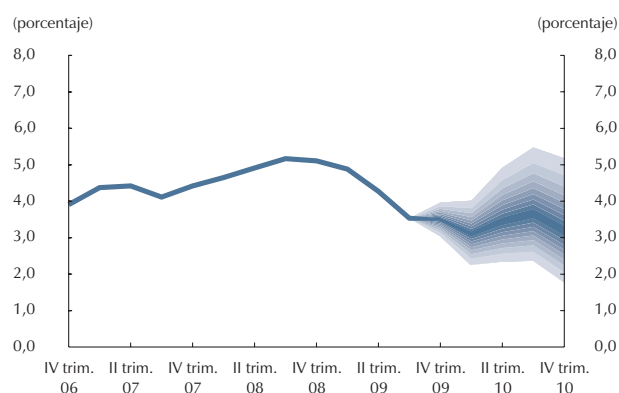
El balance de riesgos para la inflación total al consumidor y la inflación sin alimentos se presenta en los *Fan chart* de los gráficos 69 y 70. Para este informe se aumentó la incertidumbre que rodea los pronósticos, en vista de los riesgos que entraña la presencia del fenómeno de El Niño sobre los precios de los alimentos y de algunos servicios regulados, y en particular por la dificultad de anticipar sus efectos sobre la inflación.

Gráfico 69
Fan chart de la inflación total ^{a/}



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

Gráfico 70
Fan chart de la inflación sin alimentos ^{a/}



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

La mayor incertidumbre también tiene que ver con los diferentes escenarios que puede adoptar la recuperación de la economía mundial y cómo estos pueden determinar aumentos en los precios de los combustibles y materias primas, mayores o menores a los previstos en la senda central de pronóstico. Por último, la imposición, a partir de agosto, de nuevas restricciones a las exportaciones colombianas tiene repercusiones sobre la economía colombiana difíciles de estimar, por cuanto no se sabe con qué intensidad se aplicarían dichas restricciones, como tampoco se conoce con exactitud qué capacidad tendrían las firmas colombianas afectadas para sustituir los mercados que se cierran.

Para este informe el balance de riesgos tiene un sesgo al alza con respecto de la senda central de pronóstico, la cual no contempla un impacto fuerte por cuenta del fenómeno de El Niño (como se aclaró anteriormente). Los principales riesgos al alza son:

1. *Mayores precios de alimentos y regulados* que los previstos en la senda central de pronóstico y, en particular, durante el segundo trimestre de 2010, lo que podría suceder si el fenómeno de El Niño tiene un impacto de moderado a fuerte en el régimen de lluvias y en la oferta agrícola. Sin

Un aumento fuerte en los precios internacionales de combustibles y alimentos tendería a aumentar la inflación por encima del pronóstico central.

embargo, incluso en este evento se espera que los precios de los alimentos retornen a niveles normales durante la segunda mitad del próximo año, por lo que buena parte de su efecto sería transitorio, pero sólo en la medida en que afecten las expectativas tendrían un impacto permanente sobre la inflación. Cabe señalar que aún existe mucha incertidumbre sobre la magnitud e intensidad de El Niño (Recuadro 1).

2. *Una continuación de la tendencia alcista de los precios internacionales de combustibles y materias primas.* Como se mencionó en el informe anterior, los incrementos de los precios de productos básicos podrían indicar que la capacidad de respuesta de la oferta mundial es muy limitada. Ante un escenario de recuperación internacional mayor al previsto, en la senda central se generarían alzas en estos precios superiores a las contempladas en este informe. Como se observó entre 2007 y 2008, estos choques pueden tener efectos importantes y duraderos sobre la inflación en Colombia y sobre sus expectativas.

Los principales riesgos a la baja son:

1. *Un crecimiento para 2010 más bajo que lo esperado en la senda central.* Hay tanto factores externos como internos que pueden conducir a un resultado como éste. En el primer grupo se encuentran las restricciones al comercio ya comentadas, que podrían tener un mayor impacto sobre el desempeño industrial y sobre la demanda de bienes agropecuarios si las empresas no reemplazan fácilmente los mercados perdidos o si el retroceso del comercio es mayor que el previsto: en la senda central se contempla una reducción importante de las ventas a Venezuela, pero no una interrupción total. En el primer grupo también se encuentra la posibilidad de una recuperación más lenta de la economía mundial o una eventual recaída, dados los problemas estructurales que aún enfrentan los países desarrollados. Internamente, es probable que el debilitamiento del consumo de los hogares se mantenga si el mercado laboral continúa deteriorándose. Así mismo, la senda central de pronóstico supone un canal de crédito activo que facilita la transmisión de la reducción de tasas de política al mercado, por medio de menores tasas de interés a empresarios y consumidores y mediante un mayor volumen de crédito. Sin embargo, en meses recientes han surgido algunas señales preocupantes (caídas en el crecimiento de los agregados monetarios y del crédito) que pueden indicar una reducción de la demanda y de la oferta de fondos prestables.
2. *Un debilitamiento mundial del dólar.* Durante el tercer trimestre se ha presentado una tendencia hacia el debilitamiento del dólar a nivel mundial y regional, el cual podría prolongarse dado el alto endeudamiento que exhibe hoy en día el gobierno estadounidense. Esto, aunado a una mejor posición relativa de Colombia en términos de financiación internacional, podría verse reflejado en un fortalecimiento de la tasa de cambio colombiana. Dicha tendencia, junto con posibles menores precios de las manufacturas en el mundo, se traduciría en un sesgo hacia la baja de la inflación de los bienes transables.

Los pronósticos suponen que el canal del crédito continúa activo en 2010.

Dado todo lo anterior, el análisis de riesgo indica que existe una alta probabilidad de que la inflación termine 2009 en un nivel cercano al 3%. Durante el próximo año hay también una probabilidad alta de que la inflación se mantenga dentro del rango meta fijado por la JDBR para el largo plazo (entre 2% y 4%). La inflación sin alimentos también presentaría una tendencia similar, aunque con mayor estabilidad (gráficos 69 y 70). Como siempre, los pronósticos anteriores contemplan una política monetaria activa.

Recuadro 3

RIGIDECES DE PRECIOS EN LA ECONOMÍA COLOMBIANA: EVIDENCIA A PARTIR DE MICRODATOS Y ENCUESTAS DIRECTAS

Juan Carlos Parra A*

De acuerdo con la literatura económica, la política monetaria tiene efectos sobre la actividad económica en tanto los precios presenten algún grado de rigidez, es decir, si permanecen fijos al menos por cortos períodos de tiempo. Por el contrario, se dice que los precios son flexibles si luego de que la economía recibe un choque: i) los precios se mueven automáticamente a los niveles que equilibran el mercado y ii) los cambios de precios son sincronizados a lo largo de todas las firmas.

Recientemente, el Banco de la República se ha interesado en investigar empíricamente la existencia o no de rigideces en los precios y la comprobación de las tesis que han surgido en la literatura para explicar dichas rigideces en Colombia; todo en aras de lograr una mejor comprensión del impacto potencial de la política monetaria en el producto y el empleo. Es posible distinguir dos tipos de enfoques para responder a estas preguntas. El primero de ellos se basa en el análisis cuantitativo de los datos recolectados por las agencias de estadísticas para calcular los índices de precios con los cuales se construyen las medidas de inflación. El segundo busca características cualitativas a partir de la realización de encuestas directas a los encargados de fijar precios dentro de las empresas. El primero aprovecha los microdatos para realizar una aproximación cuantitativa de la periodicidad y magnitud de los cambios de precios, mientras que el segundo indaga por los determinantes fundamentales que guían el accionar de quienes fijan los precios, como por ejemplo: el tipo de información que consideran los empresarios a la hora de revisarlos.

Julio *et al.* (2009) aplican el primer enfoque empleando una base de datos que contiene 12.052.970 reportes de precios mensuales del IPC desde marzo de 1999 hasta mayo de 2008. Esta cifra corresponde al 100% de los bienes y servicios del IPC. Por su parte, Misas *et al.* (2009) llevan a cabo una encuesta a 747 empresas obligadas a reportar sus estados financieros ante las superintendencias de Sociedades y Financiera. Si bien ambos trabajos buscan responder las mismas preguntas, es importante tener presente que los resultados no son perfectamente comparables pues el primero de ellos se basa en los precios al consumidor, en tanto que

el segundo puede estar más concentrado en la formación de precios del productor.

A continuación se presentan los principales resultados encontrados por los autores —para mayor información véanse los documentos originales—.

1. Frecuencia en el cambio de los precios

El primer paso para estudiar el grado de rigidez de los precios consiste en definir una medida del mismo. El enfoque tradicional para abordar el problema es definir el grado de inflexibilidad a partir de la frecuencia con que las firmas o comerciantes cambian los precios de sus productos.

Desde esta definición Julio *et al.* encuentran que en el 41% de los ítems que recoge el IPC los precios se mantienen inalterados por lo menos diez meses. Es más, en el 57% los precios permanecen estables por lo menos durante 6,7 meses y en el 65% de los casos durante al menos cinco meses. Así las cosas, tan solo el 35% de los componentes del IPC colombiano registran cambios de precios antes de cinco meses. Por su parte, Misas *et al.* encuentran que, en promedio, el 38% de los empresarios colombianos cambian sus precios sólo una vez al año, y un 75% lo hace máximo dos veces. Estos resultados están asociados con duraciones aproximadas de doce meses y seis meses, respectivamente, similares a las reportadas por Julio *et al.* —los resultados se presentan en el Gráfico R3.1—.

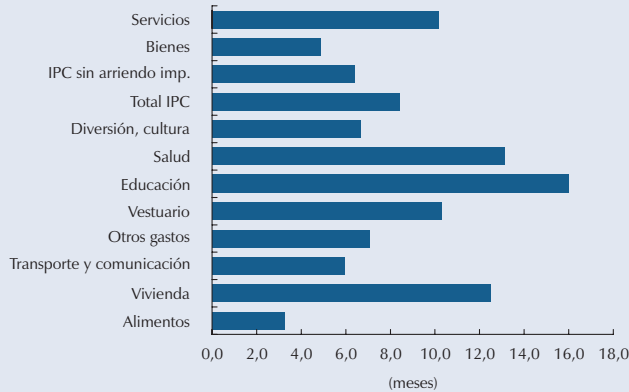
A partir de estos resultados es posible comparar relativamente del grado de rigidez entre componentes del IPC y/o estratos del ejercicio de encuestas. En efecto, de acuerdo con Julio *et al.*, los componentes del IPC más flexibles son los servicios públicos, la comida percedera, los combustibles para transporte y los tiquetes aéreos, y los menos flexibles son los servicios basados en relaciones de largo plazo con los clientes (como servicios de modistería, entre otros). Por su parte, según Misas *et al.*, la estructura de revisión de precios es bastante similar entre empresas grandes y no grandes¹, con una preponderancia de un único cambio en el precio al año. En los diferentes sectores económicos se observan distintas tendencias. Las empresas de la industria cambian sus precios de forma mucho menos frecuente que

* El autor es profesional del Departamento de Modelos Macroeconómicos de la Subgerencia de Estudios Económicos del Banco de la República. Las opiniones expresadas son su responsabilidad exclusiva, por lo que sus contenidos no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

1 Según la Ley 590 de 2000, una empresa grande es aquella que en 2005 presentó, activos totales superiores \$5.722.500 mm; una empresa no grande es la que lo hace por debajo de tal monto.

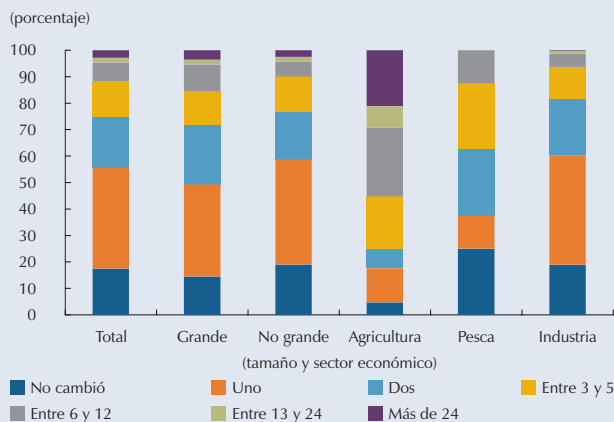
Gráfico R3.1
Frecuencia en el ajuste de precios

A. Duración del ajuste de precios implícita por componente del IPC



Fuente: Julio et al. (2009)

B. Porcentaje de firmas vs frecuencia de ajuste de precios por tamaño y sectores



Fuente: Misas et al. (2009).

aquellas que laboran en la actividad agropecuaria o pesquera. En estas últimas predominan los cambios más frecuentes. Con este comportamiento se puede afirmar que, en términos de los cambios de precios, las actividades primarias son más flexibles que las que agregan más valor.

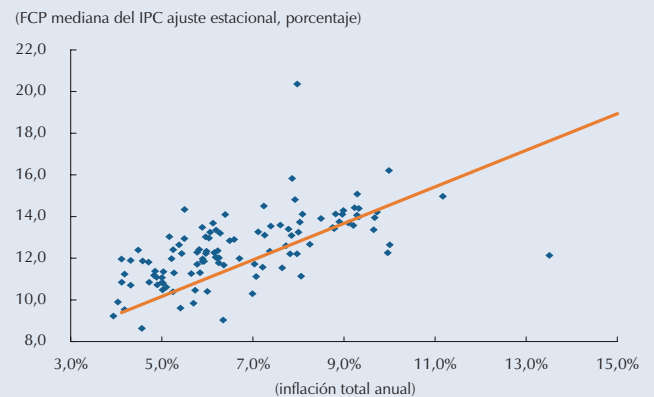
Por otro lado, Julio et al. muestran cómo el grado de rigidez de los precios está inversamente relacionado con el nivel de la inflación. En el panel de la izquierda del Gráfico R3.2 se observa la relación entre la inflación y el valor mediano desestacionalizado de las distribuciones de las frecuencias de ajuste. El panel de la derecha muestra la relación entre la inflación y la duración mediana implícita en dicha distribución de frecuencias de ajuste.

Se observa una correlación significativa de -0,6 entre la inflación del IPC y la duración mediana desestacionalizada. Cuando la inflación pasó de 10% en mayo de 1999 a 4% en

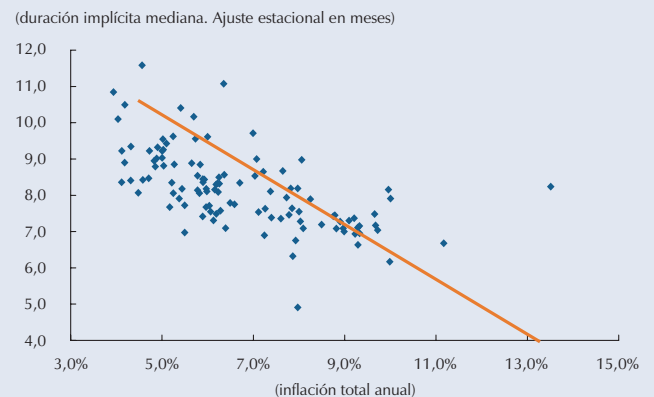
mayo de 2006, la duración mediana aumentó de seis a diez meses. Cuando la inflación aumentó nuevamente a 5,7% en abril de 2008, dicha medida disminuyó a 9,6 meses. Este análisis permite concluir que cuando la inflación del IPC alcance su meta de largo plazo de 3%, la duración mediana será de alrededor diez y doce meses.

Gráfico R3.2
Relación entre inflación y rigidez de precios al consumidor (porcentaje)

A.



B.



Fuente: Julio et al. (2009)

2. Reglas de revisión y cambio de precios

En la literatura sobre rigideces de precios se distinguen dos etapas en su proceso de fijación. La primera corresponde al proceso de revisión. En esa etapa las firmas evalúan el precio que ellas eventualmente quieren fijar, teniendo en cuenta los costos que acarrea su modificación y verifican su *optimalidad*. Este procedimiento supone un costo fijo de recopilación, análisis y evaluación de la información. Por esta razón las empresas lo realizan con una periodicidad determinada o ante hechos relevantes, mas no de manera continua. La segunda etapa corresponde a los cambios efectivos de los precios. En este caso

también hay costos asociados (nuevas tablas de precios, etiquetas, etc.). Cabe señalar, que no toda revisión de los precios lleva necesariamente a un cambio de estos.

Las firmas individuales pueden adoptar dos tipos de políticas para revisar sus precios: i) reglas de precios tiempo-dependientes, o ii) reglas de precios estado-dependientes. En el primer caso, las empresas realizan una revisión de sus cotizaciones en intervalos de tiempo exógenos a la economía. En contraste, las empresas que siguen una regla estado-dependiente revisan sus precios en función de las variables económicas que los afectan. En consecuencia, un choque de gran magnitud las lleva a una revisión de sus precios. Determinar qué tipo de regla siguen las empresas es fundamental para poder entender el efecto de diferentes choques económicos (entre ellos los monetarios). Es así como las firmas que siguen una política estado-dependiente revisarán sus precios inmediatamente después del choque. No es el caso para las empresas que siguen una política tiempo dependiente, ya que aplican estrictamente su regla y, por tanto, esperan hasta su próxima fecha de revisión. En este caso habría una rigidez mayor de los precios. Es claro que en cada situación los efectos de la política monetaria serán diferentes.

Siguiendo la metodología de Klenow y Kryvtov (2005), Julio et al. encuentran una alta proporción de dependencia temporal en componentes como la renta y los servicios, cuya regulación establece actualizaciones periódicas de precios. Igualmente, aquellos servicios cuyo costo marginal es altamente dependiente de los salarios, los cuales se renegocian anualmente, como comida fuera del hogar, servicios personales y servicios relacionados con clientes de largo plazo, muestran una alta proporción de dependencia temporal. Por su parte, una alta dependencia de estado se presenta en la comida perecedera y los bienes consumibles. En términos agregados, un 66% del IPC presenta reglas tiempo-dependientes, mientras que un 34% presenta reglas estado-dependientes.

Con el objeto de aclarar un poco más la existencia de reglas estado y tiempo dependientes, Misas et al., usando el mecanismo de encuestas, preguntan a los empresarios colombianos cómo revisan los precios usualmente (Cuadro R3.1).

Cuadro R3.1
Esquema de revisión de precios

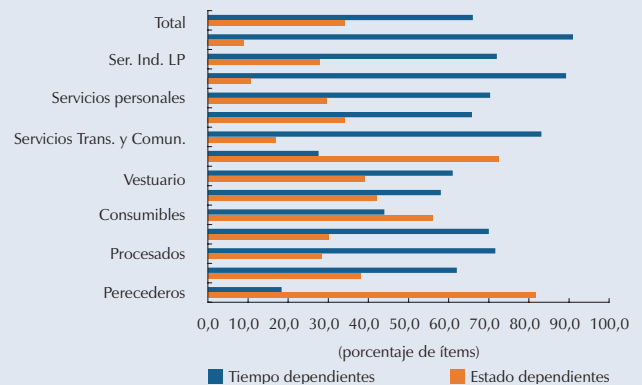
Esquema de revisión	Frecuencia en la población	Frecuencia relativa (porcentaje)
Revisión diaria	883	19,1
Intervalos fijos de tiempo	1.283	27,7
Intervalos fijos y en respuesta a un evento	2.025	43,8
En respuesta a un evento	436	9,4

Fuente: Misas et al. (2009).

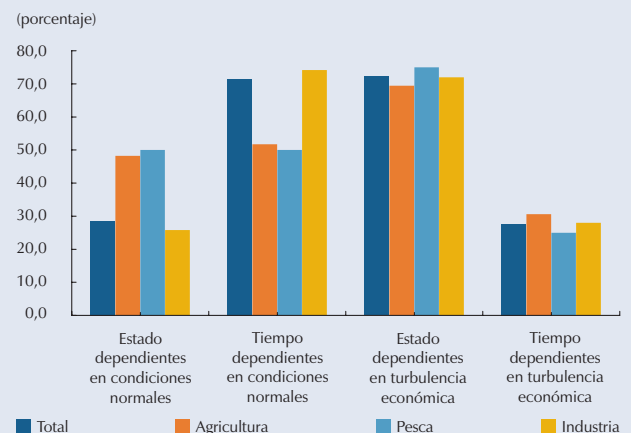
Agrupando los resultados del Cuadro R3.1, se pueden obtener conclusiones acerca del esquema de revisión de precios. Cuando la economía se encuentra en calma (condiciones normales), es decir, si no está sujeta a choques económicos de gran magnitud, la mayoría de las empresas colombianas (71,5%) revisa sus precios de acuerdo con una regla tiempo-dependiente, mientras que el 28,5% sólo revisa el precio cuando consideran que la economía está sujeta a algún tipo de choque fuerte. Lo anterior indica que en condiciones económicas "normales" existen empresas estado-dependientes aún cuando los estados no están cambiando *per se*; en otras palabras, su decisión de revisar precios depende de la existencia de choques. Por el contrario, cuando efectivamente la economía se enfrenta a fuertes perturbaciones, se afecta el proceso de revisión de precios y algunas de las empresas tiempo-dependientes cambian a una regla estado-dependiente. En este caso un 72,2% de las empresas siguen una regla estado dependiente y sólo un 27,7% se mantiene en la otra regla. El Gráfico R3.3 resume los resultados relacionados con las reglas de revisión de precios encontrados en ambos trabajos.

Gráfico R3.3
Regla de revisión de precios

A. Micro datos



B. Encuesta de precios



Fuente: A. Julio et al. (2009), B. Misas et al. (2009).

Como se mencionó, no toda revisión de los precios conlleva a un cambio. En efecto, la encuesta de precios permite concluir que las revisiones de los precios son más frecuentes que los cambios. En el Cuadro R3.2 se observa que mientras un 67,09% de las firmas revisa los precios más de tres veces al año, tan solo el 18,07% los cambia más de tres veces al año. Una explicación de este comportamiento puede estar en que las empresas, una vez revisan sus precios, no lo cambian simplemente porque no encuentran razón para hacerlo. Por otro lado, si las empresas incurrir en costos por revisar sus precios, tiene que haber razones importantes para que decidan no cambiarlos. El problema, entonces, es saber cuáles son esas razones. Misas *et al.* indagan por las razones que llevan a los

empresarios colombianos a demorar el ajuste de sus precios, aun cuando existan argumentos para hacerlo. Su ejercicio se enmarca en las teorías que la literatura económica ha sugerido como razones de la inflexibilidad de los precios (véase el artículo original).

Cuadro R3.2
Relación entre revisión y cambio de precios

	Frecuencia relativa (porcentaje)
Revisión de precios > 3	67,1
Cambio de precios > 3	18,1

Fuente: Misas *et al.* (2009).

Referencias

- Julio, Juan M.; Zárate, Héctor M.; Hernández, Manuel D. "The Stickness of Colombian Consumer Prices", Borradores de Economía, núm. 483, Banco de la República, 2009.
- Klenow, Peter J.; Kryvtsov, Oleksiy. "State-Dependent or Time-Dependent Pricing: Does It Matter for Recent U.S. Inflation?". *Quarterly Journal of Economics*, vol. 123, núm. 3, pp. 863-904, 2005.
- Misas, Martha; López, Enrique; Parra, Juan C. "La formación de precios en las empresas colombianas: evidencia a partir de una encuesta directa", Borradores de Economía, núm. 569. Banco de la República, 2009.

ANEXO

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTRANJEROS

En esta parte se presenta un resumen de las proyecciones más recientes de analistas locales y extranjeros sobre las principales variables de la economía para lo que resta de 2009 y para 2010. Al momento de la consulta los analistas contaban con información a la primera semana de noviembre de 2009.

Cuadro A1
Proyecciones para 2009

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de	DTF nominal (porcentaje)	Déficit fiscal (porcentaje del PIB)	Tasa de desempleo en trece ciudades (porcentaje)
Analistas locales						
Alianza Valores	0,5	3,0	1.860	4,2	(2,8)	13,0
ANIF ^{a/}	0,0	3,0	n.d.	4,5	(4,3)	12,8
Banco de Bogotá	0,2	3,0	1.900	4,3	(2,3)	12,0
Banco Santander	(0,4)	3,0	1.950	4,3	(2,6)	12,4
Bancolombia ^{a/}	(0,1)	2,3	2.070	3,8	(2,9)	12,6
BBVA Colombia ^{a/}	0,1	3,0	2.220	4,46	(4,2)	13,0
Corficolombiana	0,0	3,0	1.855	4,5	n.d.	n.d.
Corredores Asociados	0,4	3,0	1.925	4,1	(4,0)	13,5
Correval	0,4	2,9	1.965	4,6	(2,7)	12,7
Fedesarrollo ^{b/}	0,4	3,2	2.139	n.d.	(2,3)	12,5
Promedio	0,1	2,9	1.987	4,3	(3,1)	12,7
Analistas externos						
Citibank	0,0	2,3	1.850	4,4	(4,1)	12,1
Deutsche Bank	0,2	3,3	2.100	n.d.	n.d.	14,0
Goldman Sachs	0,1	3,2	2.350	n.d.	(3,0)	n.d.
JP Morgan	(0,5)	3,3	2.050	4,5	(2,5)	n.d.
Promedio	(0,1)	3,0	2.088	4,5	(3,2)	13,1

n.d. no disponible.

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

b/ La proyección de tasa de cambio de Fedesarrollo corresponde al promedio anual.

Fuente: encuesta electrónica.

Proyecciones para 2009

En promedio, los analistas locales esperan un crecimiento económico de 0,1% frente a -0,2% registrado en el Informe sobre Inflación anterior. Por su parte, las entidades extranjeras consultadas esperan un crecimiento promedio del PIB de -0,1%.

En cuanto a las proyecciones de inflación, los analistas locales prevén un incremento de 2,9% en los precios al finalizar el año, mientras que los extranjeros esperan 3,0% en promedio. Estos valores son inferiores al piso del rango meta fijado por la JDBR para 2009 (entre 4,5% y 5,5%).

Cuadro A2
Proyecciones para 2010

	Crecimiento del PIB real (porcentaje)	Inflación IPC	Tasa de cambio nominal fin de
Analistas locales			
Alianza Valores	2,5	4,4	2.050
ANIF ^{a/}	3,0	4,0	n.d.
Banco de Bogotá	2,5	4,3	1.950
Banco Santander	2,1	4,5	2.312
Bancolombia	2,1	3,4	1.870
BBVA Colombia	2,4	3,8	2.070
Corficolombiana	2,0	3,5	1.907
Corredores Asociados	3,5	4,1	2.030
Correval	2,0	3,5	1.890
Fedesarrollo	2,4	3,7	2.020
Promedio	2,5	3,9	2.011
Analistas externos			
Citibank	2,5	3,9	1.900
Deutsche Bank	2,5	4,1	2.350
Goldman Sachs	2,5	3,8	2.500
JP Morgan	3,0	4,3	2.150
Promedio	2,6	4,0	2.225

n.d. no disponible.

a/ La proyección de déficit corresponde al del GNC.

Fuente: encuesta electrónica.

Con respecto al tipo de cambio, los analistas nacionales estiman que la tasa representativa del mercado (TRM) finalice el año en un valor promedio de \$1.987, frente a \$2.195 esperado en la encuesta realizada en el informe anterior. Los analistas extranjeros proyectan una TRM cercana a \$2.088 para el cierre de año.

Para la DTF, tanto los analistas locales como los extranjeros proyectan caídas importantes frente a lo reportado en el informe anterior: 4,3% y 4,5%, respectivamente (con respecto a 5,0% y 4,6% de la encuesta aplicada en julio). Adicionalmente, los analistas nacionales consultados esperan que la tasa de desempleo se ubique en 12,7%, mientras que los extranjeros proyectan 13,1%.

Proyecciones para 2010

Para 2010 los analistas nacionales prevén un crecimiento de 2,5% frente a 2,6% estimado por los analistas extranjeros. Con respecto a la inflación, los analistas locales proyectan una inflación ligeramente inferior que los internacionales (3,9% frente 4,0%). En cuanto al tipo de cambio, las entidades nacionales y externas esperan valores de \$2.011 y \$2.225, respectivamente.