



INFORME SOBRE  
**INFLACIÓN**

---

M A R Z O D E 2 0 0 7

BANCO DE LA REPÚBLICA

BOGOTÁ, D.C., COLOMBIA

ISSN - 1657 - 7973

# LA ESTRATEGIA DE INFLACIÓN OBJETIVO EN COLOMBIA

## OBJETIVOS

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

## HORIZONTE E IMPLEMENTACIÓN

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

## PROCESO DE TOMA DE DECISIONES

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

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

## COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA

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

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

# CONTENIDO

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS	6
EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA	9
I. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN	17
A. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN	17
B. FACTORES QUE DETERMINAN LA INFLACIÓN	22
RECUADRO 1: ¿QUÉ ESTÁ PASANDO CON LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS?	30
II. MERCADOS FINANCIEROS	34
A. CONTEXTO EXTERNO	34
B. MERCADOS FINANCIEROS	35
III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS	41
A. CONTEXTO INTERNACIONAL	41
B. CRECIMIENTO INTERNO	45
C. BALANZA DE PAGOS	47
D. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN	48
ANEXO. PROYECCIONES MACROECONÓMICAS DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS	53

# ÍNDICE DE GRÁFICOS Y CUADROS

## I. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

---

Gráfico 1	Inflación anual al consumidor	18
Gráfico 2	Indicadores de inflación básica	19
Gráfico 3	IPC de regulados	21
Gráfico 4	IPC de transables sin alimentos ni regulados	21
Gráfico 5	IPC de no transables sin alimentos ni regulados	21
Gráfico 6	Descomposición de la inflación de alimentos	22
Gráfico 7	Inversión total como porcentaje del PIB	24
Gráfico 8	Crecimiento anual del PIB de transables y no transables	26
Gráfico 9	Brecha del producto	27
Gráfico 10	Demanda esperada frente a la capacidad instalada	27
Gráfico 11	A. Índice de salarios para la construcción pesada	28
	B. Salario nominal del comercio al por menor y los obreros de la industria	28
Gráfico 12	A. ¿Su empresa enfrenta dificultad para conseguir empleados u obreros?	28
	B. ¿Los incrementos esperados en los próximos doce meses afectarán su rentabilidad?	28
Gráfico 13	Crecimiento anual de los costos de las materias primas nacionales	29
Gráfico 14	Crecimiento anual de las materias primas importadas y devaluación anual	29
Gráfico 15	Inflación observada y expectativas de inflación: a tres, seis, nueve y doce meses	30
Cuadro 1	Inflación observada y pronosticada para marzo de 2007	18
Cuadro 2	Índice de precios al consumidor a marzo de 2007	20
Cuadro 3	Crecimiento del PIB por tipo de gasto	24
Cuadro 4	Crecimiento del PIB según oferta	26

## II. MERCADOS FINANCIEROS

---

Gráfico 16	Tasa de política monetaria de los Estados Unidos, la zona del euro y Japón	35
Gráfico 17	Prima de riesgo-país EMBI+ de países emergentes	35
Gráfico 18	Tasa de cambio nominal de diferentes monedas latinoamericanas frente al dólar	35
Gráfico 19	Agregados monetarios	36
Gráfico 20	Efectivo	36
Gráfico 21	Pasivos sujetos a encaje	36
Gráfico 22	Ahorro, CDT y otros PSE	37
Gráfico 23	Cartera bruta total	37
Gráfico 24	Cartera y PSE	37
Gráfico 25	Indicador de riesgo en la cartera de consumo	37
Gráfico 26	Distribución CDT	39
Gráfico 27	Tasas de interés promedio mensual	40
Gráfico 28	Tasa de negociación de los TES por plazo	40
Cuadro 5	Tasas de captación	38
Cuadro 6	Tasas de colocación	39

## III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

---

Gráfico 29	Precio del petróleo WTI	44
Gráfico 30	Índice de precios del total de <i>commodities</i> sin petróleo (WFC)	44
Gráfico 31	Crecimiento real anual del consumo de los hogares e índice de consumo de Fedesarrollo	46
Gráfico 32	Crecimiento anual real del PIB	46
Gráfico 33	Distribución de probabilidades del pronóstico de la inflación ( <i>Fan Chart</i> )	52
Cuadro 7	Pronóstico de crecimiento para los principales socios comerciales	42
Cuadro 8	Precios internacionales	45
Cuadro 9	Crecimiento del PIB por tipo de gasto	47
Cuadro 10	Pronóstico del modelo central (MMT)	50

# EVALUACIÓN DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA Y DECISIONES DE POLÍTICA

Durante el primer trimestre la demanda interna continuó creciendo a un ritmo alto, similar al observado a finales de 2006. El contexto externo siguió favoreciendo un buen comportamiento de la demanda externa, entradas de capitales y niveles altos de términos de intercambio. Todos estos factores permiten esperar un buen crecimiento del producto interno bruto (PIB) en 2007 y presiones adicionales sobre la capacidad productiva de la economía.

Previendo la aparición de presiones inflacionarias de demanda, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) ha aumentado sus tasas de interés de intervención en 250 puntos básicos (pb) desde abril del año pasado. Al finalizar el primer trimestre, se observa una transmisión parcial del incremento de las tasas de interés del Banco a las tasas de captación y a algunas tasas de colocación del sistema financiero. El ritmo de crecimiento de la cartera se mantiene en niveles altos, aunque en los últimos meses ha tenido lugar cierta desaceleración. Se espera que en el segundo semestre del año sean más evidentes los efectos de los aumentos acumulados en las tasas de interés de intervención sobre el crédito, el crecimiento de la demanda agregada y el comportamiento de la inflación, en especial la de bienes y servicios no transables.

Durante el primer trimestre la inflación al consumidor aumentó más de lo previsto, principalmente por los ajustes en los precios de los alimentos y de algunos bienes y servicios regulados. Aunque parte de los incrementos recientes de los precios de los alimentos se devolverían en la segunda mitad del año, aumentaron los pronósticos de inflación para 2007 y se redujo la probabilidad de cumplir la meta de este año frente a la estimada en el Informe de Inflación de enero. Sin embargo, al final del año la inflación sin alimentos se situaría cerca del punto medio del rango meta (entre 3,5% y 4,5%).

## SÍNTESIS DE LA SITUACIÓN INFLACIONARIA

En marzo la inflación anual al consumidor se situó en 5,8%, aumentando frente a la cifra observada a finales del año pasado (4,5%). Los resultados de la inflación en el último mes sorprendieron al mercado y superaron las previsiones efectuadas en los informes de inflación anteriores. Con respecto a las proyecciones del Banco, el grueso de los errores de pronóstico se concentró en alimentos. El comportamiento de la inflación sin alimentos estuvo dentro de lo previsto.

El aumento en la inflación es explicado, principalmente, por el comportamiento de los precios de los alimentos y regulados:

- El principal choque sufrido por la inflación en lo corrido del año ha provenído del fenómeno de El Niño y su efecto sobre los precios de los alimentos. Cerca del 45% de la aceleración de la inflación total en el primer trimestre y el 80% de la aceleración de la inflación de marzo está relacionada con este efecto.
- Los aumentos en los precios del petróleo y de los combustibles han impulsado al alza los precios internacionales de bienes agrícolas, debido a las mayores demandas para la producción de biocombustibles. Esto ha generado presiones alcistas sobre los precios internos desde mediados del año pasado, especialmente en los alimentos procesados, cuya inflación pasó de 5,8% en diciembre a 8,5% en marzo.
- Los precios de los alimentos, y en particular el precio de la carne, han sido significativamente afectados por el auge de las ventas a Venezuela, tanto legales como ilegales. Estas habrían aumentado a comienzos de año, coincidiendo con alzas elevadas en los precios y con reportes de escasez de alimentos en ese país.
- El aumento de la inflación de regulados en lo corrido del año está relacionado con el aumento en los precios de los combustibles en 2006 (10,4%) y su efecto sobre los precios del transporte, cuya inflación aumentó de 6,6% en diciembre a 7,7% en marzo.

El alza en la inflación de regulados es el principal factor que explica el aumento en la inflación sin alimentos de 3,9% en diciembre a 4,4% en marzo. La inflación sin alimentos ni regulados pasó de 3,4% a 3,8% en este período. Sin embargo, otros indicadores de inflación básica también aumentaron, y el promedio de los tres indicadores más utilizados (núcleo 20, índice de precios al consumidor (IPC) sin alimentos, e IPC sin alimentos primarios, transporte ni servicios públicos) se situó en 5,1% en marzo, frente a 4,5% en diciembre.

Dentro de la inflación sin alimentos ni regulados ha tenido lugar un repunte en la inflación de bienes y servicios no transables de 4,7% en diciembre a 4,9% en marzo. El aumento de la inflación de no transables desde septiembre de 2006 (cuando había llegado a 4,2%) y su distanciamiento de las metas de inflación, está probablemente asociado con el fuerte crecimiento de la demanda y la disminución de los excesos de capacidad productiva en la economía.

Con respecto a la evolución de los choques y su efecto sobre la inflación futura se puede prever lo siguiente:

- Las presiones inflacionarias sobre los alimentos derivadas del fenómeno de El Niño son transitorias y desaparecen en el segundo semestre del año. Las presiones inflacionarias provenientes de las exportaciones a Venezuela continuarían a lo largo del año. Las asociadas con los precios internacionales del petróleo y de los biocombustibles van a depender de la respuesta de la oferta mundial, a los altos precios que se han observado en productos como maíz, azúcar y aceites vegetales, entre otros. En conjunto, el pronóstico de inflación de alimentos para fin de año aumentó de 5,8% en el Informe trimestral anterior, a 6,5% en este Informe.
- Se espera que la inflación de regulados disminuya en el segundo semestre y que se sitúe en 6% en diciembre, similar al pronóstico del informe anterior.

- Dados los altos incrementos en los precios de los alimentos en lo corrido del año, en ausencia de choques importantes se prevé una reducción sustancial en la inflación anual de este rubro en 2008, al menos durante el primer semestre.

De otro lado, los principales factores que van a determinar el comportamiento de la inflación de transables y de no transables (excluyendo alimentos y regulados) en los próximos cuatro a ocho trimestres son: i) el dinamismo de la demanda agregada y la evolución de los excesos de capacidad productiva; ii) el comportamiento de las expectativas de inflación; iii) el comportamiento del tipo de cambio, y iv) el crecimiento de los salarios frente a aumentos en la productividad laboral:

- En 2006 la demanda interna (incluyendo variación de existencias) creció 9,9%, impulsada especialmente por la inversión en maquinaria y equipo. El crecimiento del consumo de los hogares se aceleró en el segundo semestre del año al pasar de 5,5% a 8,0%. Los pronósticos de crecimiento del PIB en 2007 se sitúan entre 5% y 6,5%, con un crecimiento de la demanda interna alrededor de 8% en el punto medio del rango de crecimiento del PIB (5,8%). Dentro de la demanda interna, el consumo de los hogares incrementaría aún más su ritmo de crecimiento.
- A pesar de los incrementos sustanciales en la inversión, diversas medidas de utilización de la capacidad productiva han mostrado niveles históricamente altos para la segunda mitad de 2006 y para lo corrido del año. Con base en el comportamiento de diferentes indicadores, se estima que han aumentado las presiones inflacionarias de demanda sobre la capacidad productiva y que dichas presiones tenderían a mantenerse en lo que resta del año. No obstante, en el segundo semestre del año comenzarían a hacerse más evidentes los efectos de los aumentos en las tasas de interés sobre el comportamiento de la demanda.
- Diferentes indicadores muestran que las expectativas de inflación se elevaron durante el primer trimestre, al tiempo con el repunte que ha tenido lugar en la inflación observada. Además, de acuerdo con los resultados de la Encuesta trimestral de expectativas del Banco, la credibilidad en el cumplimiento de la meta de inflación en 2007 es baja (26%), bastante menor a lo que se preveía a comienzos de año (85%).
- El pronóstico del tipo de cambio está sujeto a una alta incertidumbre; sin embargo, las tendencias de la balanza de pagos muestran mayores precios internacionales de productos básicos y mayores flujos de capital privados, principalmente inversión extranjera directa (IED), frente a los proyectados en el Informe trimestral de diciembre. En conjunto, estos factores generarían un tipo de cambio inferior, en promedio, al proyectado en el Informe de diciembre. De esta manera, a finales de año la inflación de transables disminuiría en algún grado, frente a su nivel actual.
- La información disponible de salarios y productividad sugiere que hasta el momento los incrementos en estas variables han estado alineados, lo cual implica una baja probabilidad de presiones inflacionarias de costos salariales. No obstante, estos resultados se deben interpretar con cautela, debido a que la productividad tiene un componente cíclico importante, y no hay indicadores disponibles para actividades económicas diferentes a la industria y al comercio. Para lo que resta del año, y teniendo en cuenta el crecimiento proyectado del PIB y su efecto sobre la demanda de

trabajo, se puede esperar un estrechamiento progresivo del mercado laboral, sin descartar la aparición de presiones inflacionarias de costos laborales en el mediano plazo.

La evolución de la inflación básica en los próximos trimestres también va a depender de los efectos de las políticas que han tenido lugar desde abril de 2006 y que, como se señaló, hasta abril de 2007 significaron un incremento de 250 pb en la tasa de interés de intervención. A este respecto, se observa una transmisión parcial de estos incrementos a las otras tasas de interés de la economía. Desde marzo de 2006, la DFT aumentó 156 pb, la tasa promedio de captación de CDT 178 pb, y las tasas de CTD a más de 360 días, en 230 pb o más. En el caso de las tasas de interés activas, las de corto plazo como la del crédito de tesorería o el crédito preferencial, aumentaron 200 pb o más.

A pesar de lo anterior, existen evidencias de que la transmisión de los incrementos de las tasas de intervención monetaria a las demás tasas de la economía y a la demanda de crédito, ha sido afectada por una recomposición del portafolio de los bancos desde inversiones en TES hacia cartera, y por un aumento en la preferencia por depósitos del sistema financiero, lo que tiende a aumentar los fondos disponibles para otorgar crédito en los bancos; esto en medio de una economía que continúa expandiéndose a un ritmo elevado, y que mantiene la confianza de los agentes para prestar y pedir prestado.

## DECISIONES DE POLÍTICA

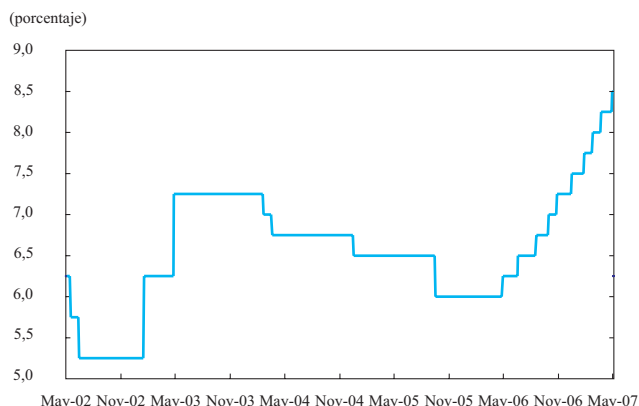
La información macroeconómica que se conoció para el primer trimestre confirmó la aceleración de la actividad económica y de la demanda agregada a partir del cuarto trimestre de 2006, aumentó las perspectivas de crecimiento económico para 2007 por encima de lo que se esperaba a principios de año, y mostró aumentos inesperados en la inflación.

Aunque la aceleración de la inflación se explica principalmente por factores de oferta y choques exógenos a la política, existe el riesgo de que estos choques se trasladen a mayores expectativas de inflación y a presiones adicionales de precios y de salarios. Esto puede ocurrir con mayor probabilidad, en tanto más prolongados sean los choques a lo largo del tiempo, como se prevé en el caso de las presiones inflacionarias derivadas de las exportaciones a Venezuela y, posiblemente, de los precios internacionales de algunos bienes agrícolas asociados con la producción de biocombustibles. En la medida en que las expectativas de inflación aumenten, es mayor el esfuerzo que debe hacer la política monetaria para mantener la convergencia de la inflación hacia su meta de largo plazo.

El otro riesgo que enfrenta actualmente la política monetaria es que tenga lugar una expansión excesiva de la demanda frente al crecimiento de la capacidad productiva. En este caso, la inflación de no transables podría aumentar aún más, comprometiendo la estabilidad de precios y dificultando la convergencia hacia la meta de largo plazo; también puede ocurrir una ampliación del déficit externo a niveles que amenacen la estabilidad macroeconómica futura.

Tomando en cuenta estos elementos y la evaluación del contexto macroeconómico descrito anteriormente, la JDBR decidió continuar la reducción del estímulo monetario a través del aumento en las tasas de interés de intervención. De esta manera, las tasas fueron incrementadas en 25 pb en cada ocasión, en

**TASA DE INTERÉS DE INTERVENCIÓN  
SUBASTAS DE EXPANSIÓN**



Fuente: Banco de la República.

las reuniones de febrero, marzo y abril de 2007 (Gráfico). Con estos incrementos la tasa de interés base para las subastas de expansión se situó en 8.5% a finales de abril.

Durante los primeros cuatro meses del año la JDBR continuó con la intervención discrecional en el mercado cambiario, con el fin de moderar la apreciación del peso y sus efectos sobre a el sector productivo y la estabilidad macroeconómica. En aplicación de esta política, hasta abril el Banco de la República realizó compras de divisas por US\$4.527,4 millones (m) (Cuadro).

Con el propósito de aumentar la capacidad del Banco de la República para compensar los efectos monetarios de la intervención, la JDBR consideró oportuno activar las subastas de depósitos remunerados no constitutivos de encaje a siete y catorce días a partir del 2 de abril de 2007. Posteriormente se

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

Concepto	2006	2007				
	Acumulado Ene-Dic	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Acumulado Ene-Abr
<b>Compras</b>	<b>1.780,5</b>	<b>1.001,6</b>	<b>1.022,9</b>	<b>1.836,7</b>	<b>666,2</b>	<b>4.527,4</b>
<b>Opciones put</b>	<b>583,8</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Para acumulación de reservas internacionales	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Para el control de la volatilidad	583,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Intervención discrecional</b>	<b>1.196,7</b>	<b>1.001,6</b>	<b>1.022,9</b>	<b>1.836,7</b>	<b>666,2</b>	<b>4.527,4</b>
<b>Ventas</b>	<b>1.944,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Opciones call</b>	<b>944,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Para el control de la volatilidad	944,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Gobierno nacional</b>	<b>1.000,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Compras netas</b>	<b>(163,8)</b>	<b>1.001,6</b>	<b>1.022,9</b>	<b>1.836,7</b>	<b>666,2</b>	<b>4.527,4</b>

Fuente: Banco de la República.

habilitaron también las subastas de depósitos a 30, 60 y 90 días. Se determinó que los montos de dichas subastas serían definidos de forma tal que las tasas de interés de corto plazo del mercado se mantengan en línea con las tasas de interés de intervención del Banco de la República. La tasa base para las subastas de contracción se fijó 10 pb por debajo de la tasa de expansión a un día.

Adicionalmente, se habilitó la captación ilimitada de recursos a siete días mediante depósitos remunerados no constitutivos de encaje en el Banco de la República a una tasa de interés “Lombarda de contracción” equivalente a la tasa base de la subasta de depósitos remunerados menos 100 puntos básicos. Hoy la tasa “Lombarda de contracción” es de 7,40%.

Al mismo tiempo, la JDBR consideró necesario introducir medidas encaminadas a moderar el crecimiento del crédito y la demanda agregada, que actuaran de manera complementaria con el aumento en las tasas de interés. En particular, en su reunión de mayo 6 de 2007, se impuso un encaje marginal no remunerado sobre el monto de cada tipo de exigibilidades en moneda legal que exceda el nivel registrado el 7 de mayo, de acuerdo con los siguientes porcentajes:

- Para las cuentas corrientes y exigibilidades similares el 27%.
- Para los depósitos de ahorro y exigibilidades similares el 12,5%.
- Para los certificados de depósito a término menores a 18 meses y exigibilidades similares el 5%.

Por otra parte, con el fin de evitar que las mayores tasas de interés y los nuevos requerimientos de encaje induzcan la entrada de capitales de corto plazo, se reestableció el depósito al endeudamiento externo previsto en la Resolución Externa 8 de 2000. Este depósito se fijó en el 40% del valor del desembolso liquidado a la tasa representativa del mercado (TRM) de la fecha de su constitución. El término para la restitución del depósito es de seis meses.

Por último, se impuso un límite de 500% de su patrimonio técnico a la posición apalancada de las operaciones de derivados de los intermediarios del mercado cambiario. Este límite acota el riesgo de los intermediarios del mercado cambiario al reducir las posibilidades de apalancamiento para realizar operaciones de cobertura y complementa el establecimiento del depósito sobre el endeudamiento externo.

Junta Directiva del Banco de la República



# INFORME SOBRE INFLACIÓN

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

GERENCIA TÉCNICA

Hernando Vargas

**Gerente**

SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

Jorge Hernán Toro

**Subgerente**

DEPARTAMENTO DE PROGRAMACIÓN E INFLACIÓN

Juan Mauricio Ramírez

**Director**

SECCIÓN DE INFLACIÓN (\*)

Adolfo León Cobo

**Jefe**

Alejandro Reyes

Andrés Mauricio Velasco

Edgar Caicedo

José Luis Torres

Luisa Fernanda Charry

Luz Adriana Flórez

(\*) En la elaboración de este informe colaboraron Gloria Alonso, Juan Nicolás Hernández y Luis Hernán Calderón, jefe y profesionales, de la Sección de Programación Macroeconómica, respectivamente; Mario Nigrinis y Martha López de la Unidad de Asuntos Especiales del Departamento de Modelos Macroeconómicos; Eliana González, Norberto Rodríguez y Julián Pérez del Departamento de Modelos Macroeconómicos; y Luis Fernando Melo, econometrista principal de la Unidad de Econometría.

# I. DESARROLLOS RECIENTES DE LA INFLACIÓN

**En el primer trimestre la inflación al consumidor** aumentó más de lo previsto, principalmente por los ajustes en los precios de los alimentos y de algunos bienes y servicios regulados. La inflación de alimentos ha sido afectada, básicamente, por el fenómeno de El Niño, el aumento en las exportaciones hacia Venezuela, y los mayores precios internacionales de los alimentos asociados con la producción de biocombustibles.

**La inflación sin alimentos ni regulados** pasó de 3,4% a 3,8% entre diciembre de 2006 y marzo de 2007. Dentro de este grupo, la inflación de bienes y servicios no transables ha venido aumentando, reflejando, probablemente, el fuerte crecimiento de la demanda y la disminución de los excesos de capacidad productiva en la economía.

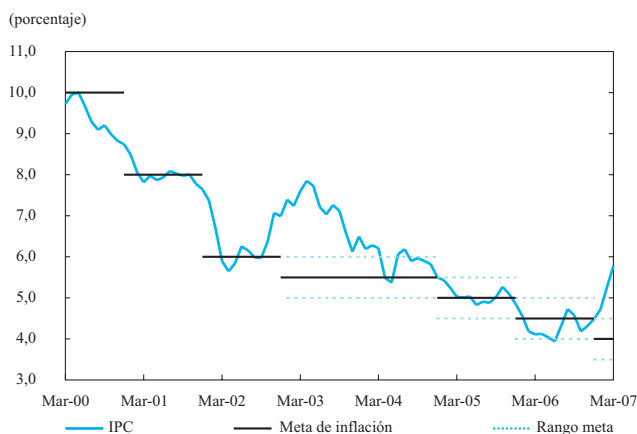
**Durante el primer trimestre la demanda interna continuó creciendo a un ritmo alto, similar al observado a finales de 2006.** La nueva información disponible sugiere que los excesos de capacidad productiva continuaron reduciéndose, y que en los últimos trimestres la economía habría enfrentado excesos de demanda, superiores a los estimados inicialmente.

**Las expectativas de inflación** aumentaron durante el primer trimestre de acuerdo con los resultados de diferentes encuestas.

## A. COMPORTAMIENTO RECIENTE DE LA INFLACIÓN

En el primer trimestre de 2007 la inflación anual al consumidor se aceleró: en marzo el resultado fue de 5,8%, 110 puntos básicos (pb) mayor que la cifra observada en diciembre de 2006, y por encima del límite superior del rango meta establecido para 2007 (entre 3,5% y 4,5%) (Gráfico 1). La inflación anual al consumidor completa cerca de un año mostrando una tendencia ascendente, que en buena parte ha sido explicada por el comportamiento de los precios de los alimentos y regulados, pero a la que también han contribuido algunos precios de bienes y servicios transables y no transables.

## INFLACIÓN ANUAL AL CONSUMIDOR



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

El aumento de la inflación en el primer trimestre sorprendió a los mercados y superó las previsiones efectuadas en los escenarios base de los informes sobre inflación de los trimestres anteriores. Conviene señalar que estos pronósticos no incluían los efectos de choques de oferta, todavía muy inciertos para ese entonces, como un aumento adicional de los precios internacionales de los alimentos y el fenómeno de El Niño. Estos efectos, y especialmente el de El Niño, se consideraron en los balances de riesgo de los informes de septiembre y diciembre, en donde se señaló que en caso de presentarse podrían generar presiones alcistas sobre la inflación.

Con respecto al escenario base del informe de diciembre, los errores de pronósticos se concentraron en alimentos y en menor medida en regulados. Por el contrario, a marzo las inflaciones de transables y no transables se habían comportado muy cerca de lo esperado por los modelos: de hecho, desde hace varios trimestres los pronósticos del Banco vienen mostrando un aumento de la inflación de transables y no transables muy en línea con lo que efectivamente se ha observado (Cuadro 1)<sup>1</sup>.

Varios factores han incidido en el aumento de la inflación en lo corrido del año, algunos de los cuales corresponden a choques transitorios de oferta ocasionados por fenómenos climáticos (El Niño). A estas presiones se suman otras, también de origen externo a la política monetaria, que tienen un efecto más persistente, y que se han hecho presentes desde el año pasado; tal es el caso de los altos precios

<sup>1</sup> Así por ejemplo, en el *Informe sobre Inflación* de marzo de 2006 se esperaba para marzo de 2007 una inflación de no transables sin alimentos ni regulados de 5% (frente a un dato observado de 4,93% en dicho mes), y una inflación de transables sin alimentos ni regulados de 2,55% (frente a 1,97%). Este último pronóstico suponía, naturalmente, una senda de tasa de cambio mayor a la observada desde el tercer trimestre de 2006.

## INFLACIÓN OBSERVADA Y PRONOSTICADA PARA MARZO DE 2007

	Pronóstico realizado en diciembre de 2006	Observada	Pronosticada menos observada
Inflación total	4,60	5,78	(1,18)
Inflación sin alimentos	4,10	4,38	(0,28)
No transables	4,80	4,93	(0,13)
Transables	1,70	1,97	(0,27)
Regulados	6,80	7,48	(0,68)
Inflación de alimentos	5,90	8,90	(3,00)

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

internacionales del petróleo y su efecto sobre una gama muy amplia de precios internos, que van desde el transporte hasta los alimentos. A lo anterior se suma el dinamismo de la demanda interna y el fuerte crecimiento de la demanda externa, en particular desde Venezuela.

Finalmente, al igual que en años anteriores, durante 2007 la apreciación del tipo de cambio ha seguido contrarrestando parcialmente las presiones alcistas que han surgido en los otros frentes. Gracias a ella la inflación de los bienes y servicios transables se mantuvo muy por debajo de la inflación promedio en los primeros meses del año, aunque presentó algunos aumentos frente a los mínimos niveles alcanzados en 2006.

## 1. La inflación básica

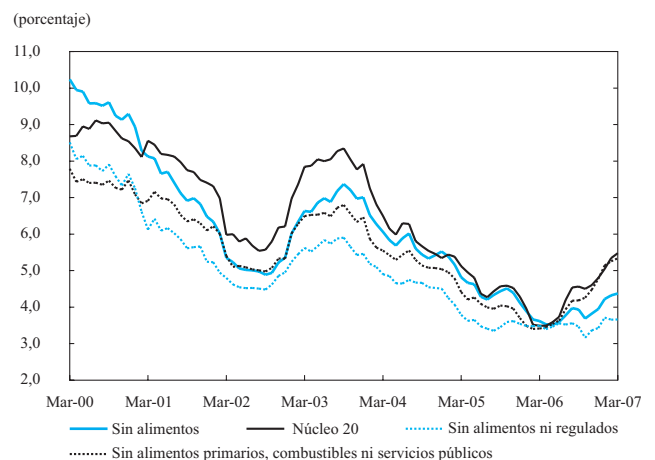
La inflación básica anual también aumentó en el primer trimestre, aunque en menor medida que la inflación total. El promedio de los tres indicadores de inflación básica monitoreados por el Banco de la República (el índice de precios al consumidor —IPC— sin alimentos, el núcleo 20 y el IPC sin alimentos primarios, combustibles ni servicios públicos) pasó de 4,5% en diciembre de 2006 a 5,1% en marzo del presente año. En particular, la inflación sin alimentos se situó en marzo en 4,4%, 43 pb mayor que la cifra observa en diciembre (Gráfico 2). Al igual que ha sucedido con la inflación total, la inflación básica muestra una tendencia creciente casi ininterrumpida desde mediados del año pasado.

A pesar de que todos los indicadores de inflación básica presentan una tendencia creciente, la incertidumbre sobre el verdadero nivel de esta variable ha aumentado en los últimos trimestres y es particularmente alta hoy en día. A esta conclusión se llega cuando se tiene en cuenta la amplia dispersión que muestran los diversos indicadores empleados para su estimación (Gráfico 2): por ejemplo, un indicador alternativo que excluye del IPC la totalidad de alimentos y regulados muestra un repunte mucho más moderado en los últimos dos trimestres, frente a las medidas tradicionales, y en marzo se sitúa en 3,6%, todavía por debajo del punto medio del rango meta de 2007. Este nivel contrasta con el núcleo 20 que se ubica en 5,5%<sup>2</sup>.

Para este informe la inflación sin alimentos se descompone en tres subcanastas: transables, no transables y regulados. De acuerdo con esta clasificación, el repunte

GRÁFICO 2

### INDICADORES DE INFLACIÓN BÁSICA VARIACIÓN ANUAL



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

<sup>2</sup> En la actualidad el Banco de la República viene adelantando una investigación para actualizar y replazar los indicadores de inflación básica con el fin de mejorar su capacidad para identificar presiones de demanda y/o presiones provenientes de aumentos en expectativas de inflación.

*La aceleración de la inflación total en el primer trimestre se explica, en un 77%, por los precios de los alimentos. El 60% de la aceleración de la inflación sin alimentos se explica por los regulados.*

de la inflación sin alimentos en el primer trimestre se explica en un 60% por el aumento de la inflación de los servicios regulados. De igual manera, este grupo contribuye con cerca del 14% de la aceleración de la inflación al consumidor en dicho período (Cuadro 2 y Gráfico 3). En el primer trimestre, los precios de los regulados estuvieron influidos por varios choques que tienen que ver con los altos precios del petróleo y su efecto sobre las tarifas de transporte público y de gas; pero también por un aumento de la inflación anual de servicios públicos (acueducto), como resultado de una base de comparación muy baja en el mismo período de 2006.

Por otra parte, la inflación anual de transables aumentó ligeramente en los primeros tres meses del año (26 pb), pese a la apreciación del tipo de cambio. Con una inflación muy por debajo de la total (1,97% en marzo de 2007), esta canasta, en su mayor parte de origen importado, contribuyó a mantener la inflación alineada con la meta desde comienzos de 2004 hasta el año pasado. Además de la apreciación del peso, las reducciones significativas y de una sola vez en algunas tarifas como las de telefonía de larga distancia, han propiciado una menor inflación de este grupo (Gráfico 4).

Como ocurrió con los transables, el grupo de no transables sin alimentos ni regulados también registró una contribución positiva, aunque pequeña, en la aceleración de la inflación en lo corrido del año (Cuadro 2); sin embargo, con el nivel alcanzado en marzo, la inflación de no transables se sitúa por encima del techo del rango meta para este año (Gráfico 5). Este indicador, cuyo comportamiento usualmente se identifica con el estado de la demanda interna, ha presentado aumentos desde el cuarto trimestre del año pasado, lo cual coincide con la aceleración del consumo privado y con una sustancial reducción de los excesos de capacidad productiva de acuerdo con diferentes estimaciones del Banco.

## CUADRO 2

### ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR A MARZO DE 2007

Descripción	Ponderación	Crecimiento anual				Participación en la aceleración año corrido (%)
		Dic-06	Ene-07	Feb-07	Mar-07	
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>5,2</b>	<b>5,8</b>	<b>100,0</b>
<b>Sin alimentos</b>	<b>70,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>	<b>22,6</b>
Transables	24,7	1,7	2,0	1,9	2,0	4,4
No transables	36,8	4,7	5,0	5,0	4,9	4,5
Regulados	9,0	6,1	6,4	7,2	7,5	13,7
<b>Alimentos</b>	<b>29,5</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>	<b>7,3</b>	<b>8,9</b>	<b>77,4</b>

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Descomponiendo la inflación de no transables entre arriendos y “resto”, se concluye que los aumentos de los dos trimestres pasados han sido particularmente importantes en el segundo subgrupo: precios de servicios como educación, y diversión cultura y esparcimiento han ejercido presiones alcistas en esta subcanasta; por el contrario, los arriendos han tenido un desempeño relativamente favorable, especialmente a comienzos de 2007: a marzo, la inflación anual de este servicio era de 3,8%, por debajo de la registrada en diciembre. El aumento de la oferta en vivienda nueva para venta, debido al auge de la construcción, podría explicar este comportamiento relativamente benigno.

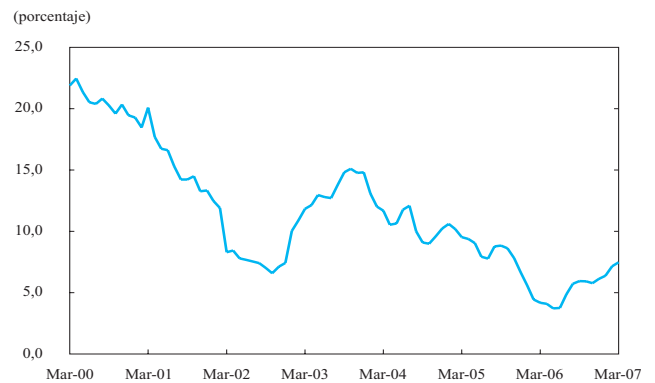
## 2. Inflación de alimentos

Cerca del 80% del aumento de la inflación anual en lo corrido del año se concentró en el grupo de los alimentos (Cuadro 2). La inflación anual de alimentos aumentó más de 300 pb en los tres meses precedentes, alcanzando la cifra de 8,9% en marzo. Los precios de los alimentos han estado sujetos a diversas presiones, algunas de ellas surgidas este año y otras que se han hecho presentes desde el año anterior. Dentro de las primeras, la más sobresaliente ha sido la disminución de las lluvias asociada con el fenómeno de El Niño. Este factor golpeó con particular fuerza la producción agropecuaria en enero y febrero, y generó alzas significativas en los precios de numerosos alimentos de origen primario (tubérculos, hortalizas y leche entre otros). Se espera que su efecto sobre la producción sea transitorio y que la oferta comience a recuperarse a finales del segundo trimestre y comienzos del tercero.

Con respecto a las presiones más permanentes, ellas han tenido su origen en el aumento de las exportaciones de alimentos a Venezuela, los altos precios externos, el precio de la carne del ganado vacuno y la fortaleza de la demanda interna (Recuadro 1). Uno de los fenómenos que parece haber golpeado con más fuerza los precios internos es el auge de las ventas, tanto legales como ilegales, hacia Venezuela. Estas habrían aumentado a comienzos de año, coincidiendo con alzas elevadas en los precios y reportes de escasez de

GRÁFICO 3

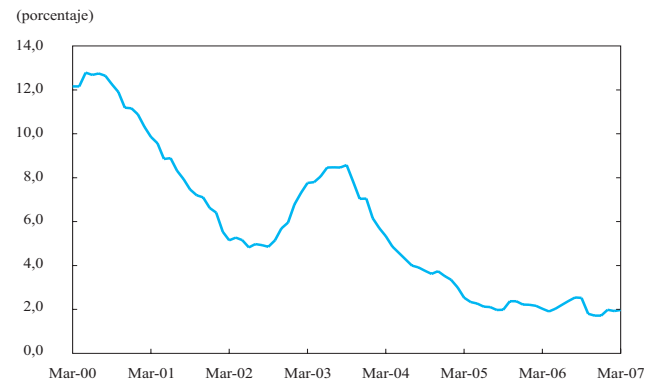
### IPC DE REGULADOS VARIACIÓN ANUAL



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 4

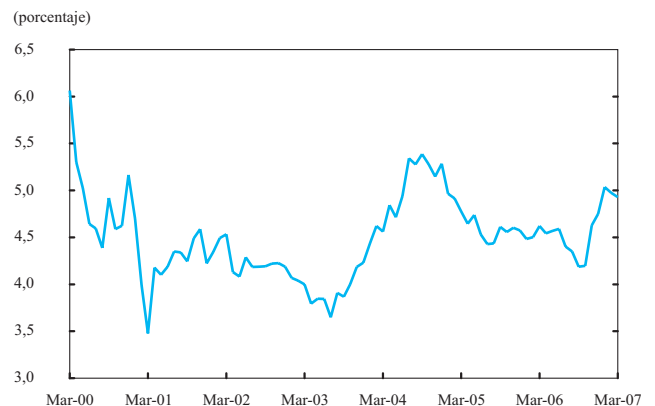
### IPC DE TRANSABLES SIN ALIMENTOS NI REGULADOS VARIACIÓN ANUAL



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 5

### IPC DE NO TRANSABLES SIN ALIMENTOS NI REGULADOS VARIACIÓN ANUAL



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

alimentos en ese país. Al parecer, la carne ha sido uno de los productos más afectados.

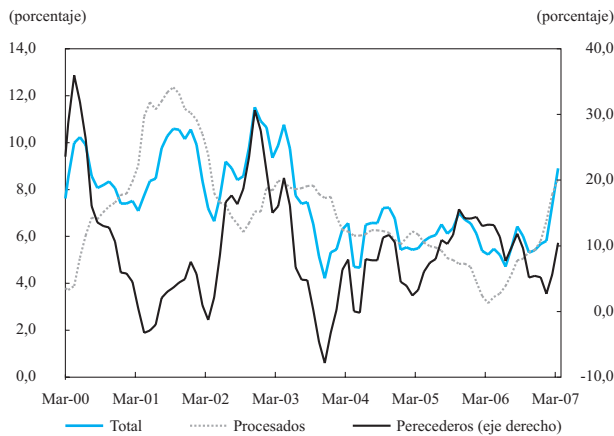
Los altos precios internacionales de los alimentos también han sido un factor alcista importante; estas presiones, que han estado estrechamente ligadas al auge de los biocombustibles, se hicieron presentes desde mediados del año pasado, pero se intensificaron en el cuarto trimestre y comienzos de 2007 con los fuertes aumentos registrados en los precios externos del maíz, otros cereales y oleaginosas. El efecto de estas alzas es complejo y suele extenderse a una amplia gama de alimentos, que son utilizados como insumos. Por otro lado, dicho fenómeno no ha sido exclusivo

de Colombia y se ha presentado en varias economías desarrolladas y emergentes, siendo la principal causa del repunte de la inflación junto con los altos precios de la energía y los combustibles (Recuadro 1).

Dentro del grupo de alimentos, tanto los alimentos procesados como los perecederos vienen contribuyendo a la mayor inflación del grupo, aunque la aceleración de los precios de los perecederos es reciente, coincidiendo con el fenómeno de El Niño, el cual alcanzó su mayor impacto en los primeros meses de 2007 (Gráfico 6). Por su parte, la inflación de los alimentos procesados tiene una tendencia creciente desde el segundo trimestre del año pasado, impulsada por el repunte en los precios internacionales de los alimentos, especialmente en alimentos importados como cereales, aceites y harinas.

## GRÁFICO 6

### DESCOMPOSICIÓN DE LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS VARIACIÓN ANUAL



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

## B. FACTORES QUE DETERMINAN LA INFLACIÓN

### 1. Choques: El Niño y regulados

El principal choque sufrido por la inflación en lo corrido del año ha provenido del fenómeno de El Niño y su efecto sobre los precios de los alimentos, especialmente los perecederos. De acuerdo con algunas estimaciones, cerca del 45% de la aceleración de la inflación total en el primer trimestre (y el 80% de la aceleración de la inflación de marzo) habría estado estrechamente relacionada con esta circunstancia. Se considera que buena parte de este choque será transitorio y su efecto desaparecerá en el segundo semestre del año.

Desde mediados del año pasado los aumentos en los precios internacionales del petróleo y de los combustibles también han generado presiones alcistas sobre los precios internos. Buena parte de estas presiones se han sentido en alimentos importados (cereales, aceites, azúcar, entre otros), y se habrían mantenido o incluso reforzado a comienzos de 2007; por tanto, se estima que cerca del 7% de la aceleración de la inflación total en el primer trimestre se puede atribuir a este

fenómeno. A esto se suma el aumento de los precios de la carne, asociado con el ciclo ganadero y las mayores exportaciones a Venezuela, que podría explicar un 13% de la aceleración de la inflación en el mismo período.

El aumento de la inflación de regulados en lo corrido del año también podría asimilarse con un choque que había sido parcialmente anticipado en los informes anteriores, y que en parte está relacionado con el aumento en los precios de los combustibles en 2006 (10,4%) y su efecto sobre los precios del transporte, cuya inflación aumentó de 6,6% en diciembre a 7,7% en marzo. La contribución de la inflación de regulados a la inflación total ha sido del 14% en lo corrido del año.

## 2. Demanda agregada

De acuerdo con la última información publicada por el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), el producto interno bruto (PIB) creció 7,8% anual real en el segundo semestre de 2006, después de haberse expandido 5,7% en el primer semestre. Esta aceleración permitió registrar una tasa de crecimiento para todo el año de 6,8%, lo que corresponde al centro del rango pronosticado por el Banco de la República en el último informe de inflación. El dinamismo en 2006 se suma al de los tres años anteriores en los cuales también se alcanzaron tasas cercanas o superiores al 4,0% (en promedio la economía colombiana se ha expandido 5,1% por año en los cuatro años precedentes). En 2006 el crecimiento del PIB continuó impulsado por la inversión, especialmente en maquinaria y equipo, aunque la construcción de vivienda empezó a ganar participación en la segunda mitad del año. En este mismo período el consumo de los hogares también se aceleró y creció a una tasa anual de 8,0% frente al 5,5% observado en el primer semestre. Gracias a ello esta demanda se consolidó como el rubro que más contribuyó al crecimiento en 2006; y en conjunto, la demanda interna (incluyendo variación de existencias) creció 9,9% en 2006, acelerándose en el segundo semestre, cuando creció 10,3%.

Además del repunte de la demanda interna, en la segunda mitad del año también se observó una aceleración de las exportaciones gracias al desempeño de la producción de carbón y café, y a la fuerte demanda de Venezuela que impulsó las ventas de productos no tradicionales. Las exportaciones reales crecieron 11,0% en el segundo semestre de 2006, frente a 4,9% en el primero (Cuadro 3); pese a lo anterior, la demanda externa neta continuó en terreno negativo, debido al alto incremento que mostraron las importaciones (21,3% en 2006). En el cuarto trimestre de 2006, la demanda externa neta alcanzó un déficit equivalente al 8,6% del PIB.

El fortalecimiento del consumo de los hogares ha sido un proceso lento que comenzó en 2003 y que se concentró inicialmente en los bienes durables y posteriormente se extendió a los bienes semidurables. El último segmento en recuperarse fue el de bienes de consumo no durable y el de servicios. Con información al cuarto trimestre de 2006 todos los rubros mostraban una expansión importante: no durables crecía 7,2%, semidurables 13,7%, servicios 4,0% y durables 21,9%.

*En los últimos cuatro años la economía colombiana ha crecido 5,1% en promedio por año.*

*En el segundo semestre de 2006 el consumo de los hogares creció 8%, acelerándose frente al primer semestre.*

*En 2006 la tasa de inversión se situó en 21,8% del PIB, por encima del promedio histórico (16,1%), cercano al nivel de 1994 (22,3%).*

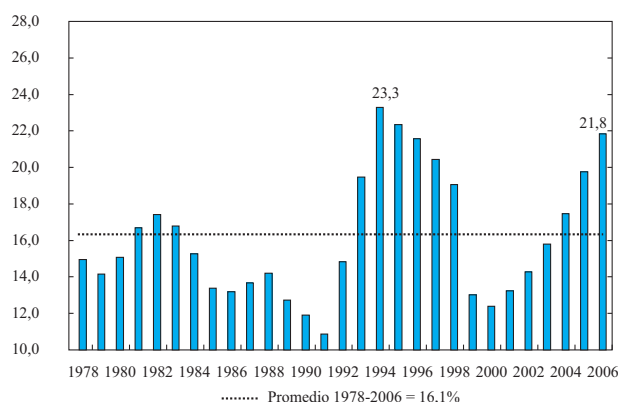
CRECIMIENTO DEL PIB POR TIPO DE GASTO  
(PORCENTAJE)

	2004	2005	2006				Total
			I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	
<b>Consumo final</b>	4,8	4,9	4,7	4,7	6,0	7,2	5,6
Hogares	6,0	5,0	5,3	5,7	7,5	8,3	6,7
Gobierno	1,1	4,3	2,8	1,3	1,2	3,3	2,1
<b>Formación bruta de capital</b>	15,6	18,7	26,0	34,2	24,0	24,2	26,9
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	15,0	18,9	14,8	21,9	19,5	15,8	18,0
FBCF sin obras civiles	22,0	16,7	14,2	19,4	21,0	17,3	18,1
Obras civiles	(7,9)	28,7	17,2	33,4	13,6	10,0	17,7
Variación de existencias	28,0	13,8	(2.614,3)	400,6	73,2	145,9	206,3
<b>Demanda interna</b>	6,6	7,4	8,6	10,3	9,8	10,8	9,9
Demanda interna sin variación de existencias	6,5	7,3	6,5	7,9	8,7	8,9	8,0
<b>Exportaciones totales</b>	10,0	7,0	8,4	1,4	12,4	9,5	7,8
<b>Importaciones totales</b>	19,8	19,9	23,3	20,9	20,4	20,7	21,3
<b>PIB</b>	4,9	4,7	5,4	6,1	7,7	8,0	6,8

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

GRÁFICO 7

INVERSIÓN TOTAL  
COMO PORCENTAJE DEL PIB



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

Por su parte, la inversión total volvió a crecer a un ritmo muy alto en 2006 (26,9%), gracias a este dinamismo, la inversión como proporción del PIB aumentó y se situó en 21,8%, por encima del promedio histórico (16,1%), aunque todavía por debajo del máximo nivel observado en 1994 (22,3%) (Gráfico 7).

La inversión contribuyó con 5,6 puntos porcentuales (pp) al crecimiento de 2006 de los cuales el 63,7% se explica por la expansión de la formación bruta de capital fijo (FBCF). Los rubros que más contribuyeron al PIB fueron la FBCF en maquinaria y equipos y la construcción de vivienda, con crecimiento anuales de 23,7% y 12,3%, respectivamente.

Por el lado de la oferta, los sectores más dinámicos en 2006 fueron la industria, la construcción, el comercio, el transporte y las telecomunicaciones. En la primera mitad del año se presentó un crecimiento similar entre transables y no transables, a una tasa anual de 5,7% en promedio. Para la segunda mitad de 2006 los sectores

## LAS EXPORTACIONES RECIENTES HACIA VENEZUELA

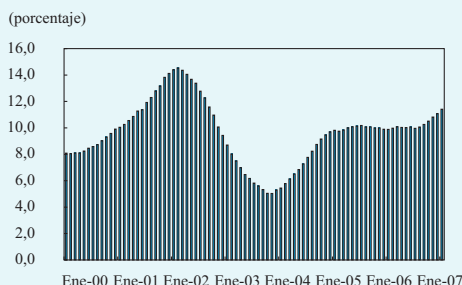
El comercio entre Venezuela y Colombia suele estar sujeto a choques que producen una elevada volatilidad en las exportaciones: por ejemplo, Venezuela pasó de representar el 14,6% de las exportaciones totales de Colombia en febrero de 2002 a apenas el 5% en octubre de 2003, como resultado de un cierre de las fronteras. Desde finales de 2003 este episodio fue paulatinamente superado y las exportaciones hacia Venezuela comenzaron a retomar una importancia elevada para Colombia. La participación de Venezuela en las exportaciones de Colombia se estabilizó a finales de 2004 y se mantuvo alrededor del 10,4% hasta finales de 2006, cuando comenzó a incrementarse nuevamente; así, a enero de 2007 las exportaciones a Venezuela representaban el 11,4% y mostraban una dinámica importante (Gráfico A).

En dólares, las exportaciones hacia dicho país han alcanzado niveles récord en los últimos trimestres y muestran un mayor dinamismo que las exportaciones hacia otros destinos. Mientras las exportaciones totales de Colombia crecieron 14,3% a enero de 2007 (en el acumulado a doce meses), las dirigidas a Venezuela lo hicieron en 32,5%, compensando el menor dinamismo de las exportaciones a los Estados Unidos y a Ecuador. Las exportaciones a Venezuela son principalmente industriales, las cuales han exhibido tasas de crecimiento importantes en los últimos meses (30,5% para el acumulado doce meses a enero de 2007) (Gráfico B). Dentro de las industriales, las de alimentos procesados también crecían a una tasa importante (20,6% a enero), y se vienen acelerando de manera significativa desde comienzos del año pasado (Gráfico C).

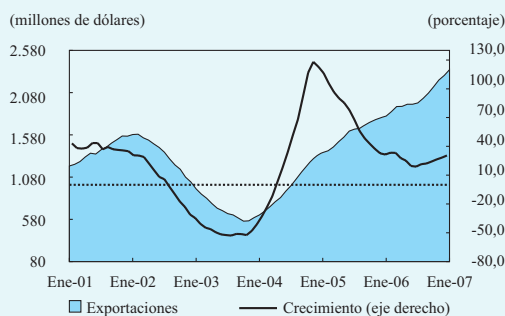
Las exportaciones agropecuarias tienen una menor participación, pero recientemente han mostrado un fuerte repunte: para enero, exhibían una tasa de crecimiento (acumulado doce meses) del 46%, frente a -5% que mostraban en junio de 2006 (Gráfico D). Dentro de este grupo, las de carne de res han sido las más dinámicas, y a comienzos de enero crecía a una tasa de 82,4% y equivalían a US\$38,5 m (acumulado a doce meses). Estas cifras consideran únicamente las exportaciones legales de carne, ya que hay indicios de que las exportaciones ilegales de carne y otros productos también han aumentando.

La importante expansión de la demanda en Venezuela ha propiciado este auge exportador colombiano, el cual se ha visto reforzado por problemas de escasez de ciertos alimentos en el vecino país y de aumentos importantes en precios. Dada la limitación de la oferta colombiana para abastecer a cabalidad los dos mercados, se han comenzado a evidenciar algunas presiones inflacionarias en Colombia en rubros particulares, tal como el acaecido en la carne de res.

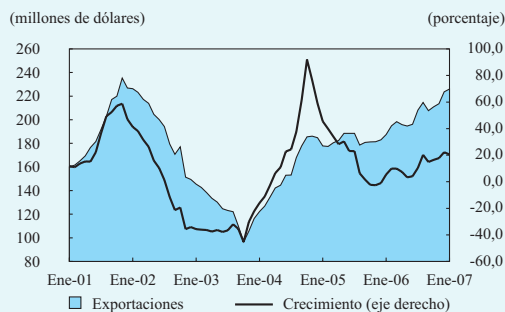
**A. PARTICIPACIÓN DE LAS EXPORTACIONES COLOMBIANAS HACIA VENEZUELA EN LAS EXPORTACIONES COLOMBIANAS TOTALES**



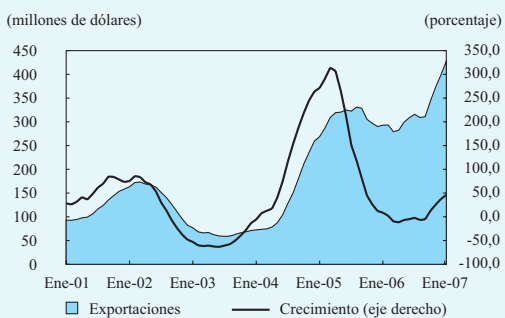
**B. EXPORTACIONES INDUSTRIALES (ACUMULADO DOCE MESES)**



**C. EXPORTACIONES DE ALIMENTOS PROCESADOS**



**D. EXPORTACIONES AGRÍCOLAS (ACUMULADO DOCE MESES)**

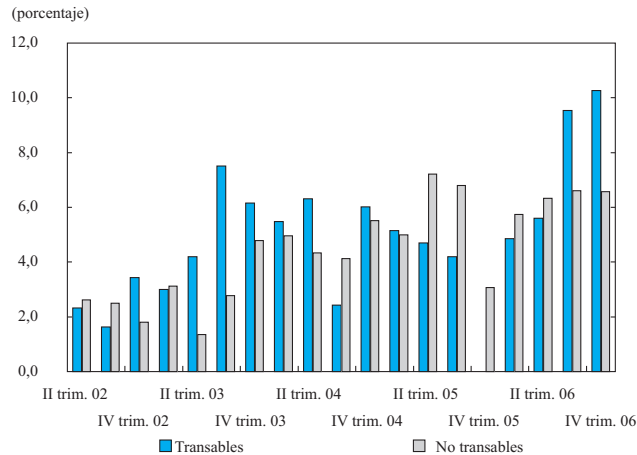


Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

transables, en especial la industria y el agropecuario, mostraron una importante aceleración de 6,9% a 14,7%, y de 1,0% a 5,2% (Gráfico 8).

GRÁFICO 8

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB DE TRANSABLES Y NO TRANSABLES



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

Los sectores no transables tuvieron un comportamiento estable, con crecimientos de alrededor del 6,3%. El sector de la construcción se destacó como uno de los motores de la economía en 2006, pese a que su crecimiento anual en el cuarto trimestre parecía disminuir, debido a una base de comparación alta en igual período de 2005 (Cuadro 4).

### 3. Excesos de capacidad productiva

En los informes anteriores se afirmaba que la economía se encontraba operando un poco por encima de su capacidad productiva: en particular, para el informe de diciembre se estimaba que la brecha del producto (PIB observado menos PIB potencial) para el promedio de 2006 se situaba entre -0,7% y +2,0%, con un nivel

CUADRO 4

CRECIMIENTO DEL PIB SEGÚN OFERTA (PORCENTAJE)

	2004	2005	2006				
			I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	Total
Agropecuario, silvicultura, caza y pesca	2,0	1,9	1,4	0,7	6,5	4,0	3,1
Explotación de minas y canteras	2,7	2,1	2,9	(3,1)	1,4	1,2	0,6
Electricidad, gas y agua	2,8	5,0	2,9	0,8	3,5	4,8	3,0
Industria manufacturera	7,2	3,9	7,4	6,4	13,1	16,3	10,8
Construcción	12,4	11,8	5,5	25,8	17,9	8,9	14,4
Edificaciones	29,4	3,5	(2,0)	21,5	20,9	8,1	12,1
Obras civiles	(10,0)	27,3	17,4	33,1	13,5	10,0	17,8
Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	7,6	7,2	8,9	9,2	12,2	12,3	10,7
Transporte, almacenamiento y comunicación	6,2	4,7	9,6	9,6	7,5	11,0	9,4
Estab. finan., segur., inmueb. y servicios a las empresas	4,8	3,6	6,8	(6,9)	2,5	3,6	1,4
Servicios sociales, comunales y personales	1,4	3,9	2,6	1,8	1,5	3,0	2,2
Intermediación financiera medida indirectamente	10,3	8,4	14,7	(39,1)	(0,9)	7,8	(6,7)
Subtotal valor agregado	4,5	4,2	5,1	5,6	7,3	7,4	6,3
<b>PIB</b>	<b>4,9</b>	<b>4,7</b>	<b>5,4</b>	<b>6,1</b>	<b>7,7</b>	<b>8,0</b>	<b>6,8</b>
Impuestos menos subsidios	10,6	11,5	10,0	11,3	12,9	15,5	12,5
Servicios financieros netos de SIFMI	3,1	2,1	4,6	5,9	3,7	2,3	4,1
Transables	5,0	3,5	4,9	5,6	9,5	10,3	7,6
No transables	4,8	5,5	5,8	6,3	6,6	6,6	6,3

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

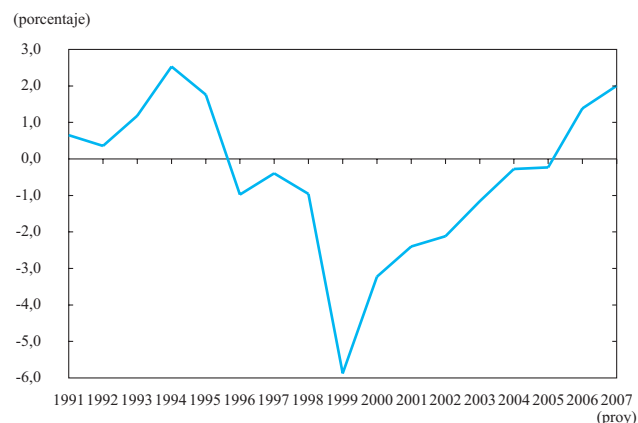
más probable de +0,6% (Gráfico 9). La nueva información disponible para finales de 2006 y comienzos de 2007 sugiere que los excesos de capacidad productiva continuaron reduciéndose, y que incluso la economía habría enfrentado excesos de demanda un poco superiores a los estimados inicialmente: por ejemplo, la encuesta de Fedesarrollo a febrero seguía mostrando que la demanda esperada era alta en relación con la capacidad instalada (Gráfico 10). De igual manera, la utilización de capacidad instalada, según la misma encuesta, volvió a reportar niveles máximos históricos una vez se excluye el componente estacional.

Así las cosas, de la información disponible se puede inferir que la utilización de factores es cada vez más intensa, por lo que las presiones de demanda sobre los precios podrían intensificarse si se mantienen las tendencias actuales de crecimiento. Esto es consistente con el repunte que ha tenido la inflación de no transables desde octubre de 2006 y con el aumento que presentan las diferentes medidas de inflación básica. De acuerdo con dichas tendencias, las presiones de demanda ya no están siendo tan fácilmente contenidas por las expectativas y por las ganancias en productividad, como sucedió en años anteriores; no obstante, cabe señalar que se sigue observando un aumento importante en la productividad laboral en los sectores industriales y del comercio. Otros indicadores también muestran crecimientos en la productividad laboral urbana, los cuales suman ya cuatro años consecutivos.

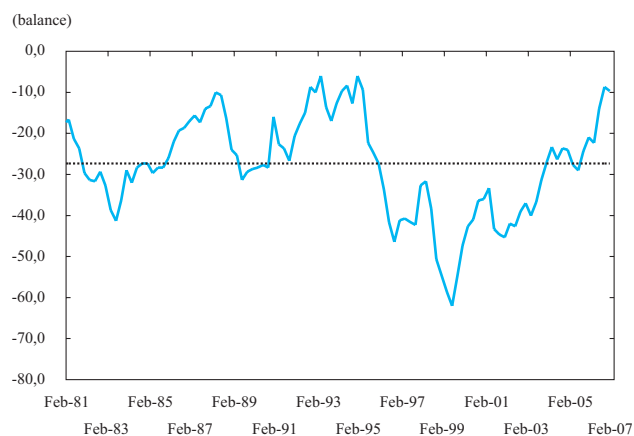
#### 4. Costos salariales y productividad

En lo corrido del año los incrementos de los salarios del comercio, la industria y la construcción han sido similares o inferiores a los observados a lo largo de 2006 (Gráfico 11); así mismo, los indicadores de productividad disponibles para la industria (producto por trabajador y producto por hora trabajada, incluyendo una corrección por utilización de capacidad instalada) y para el comercio (ventas por trabajador y ventas por metro cuadrado) muestran aumentos a lo largo del año. De esta manera, los incrementos salariales habrían sido compensados por las mejoras en productividad, evitando presiones inflacionarias de costos salariales; no obstante, estos resultados se deben interpretar con cautela, debido a que la información tanto de salarios como de productividad es deficiente y no hay indicadores disponibles para las demás actividades económicas diferentes a la industria y el comercio.

#### BRECHA DEL PRODUCTO



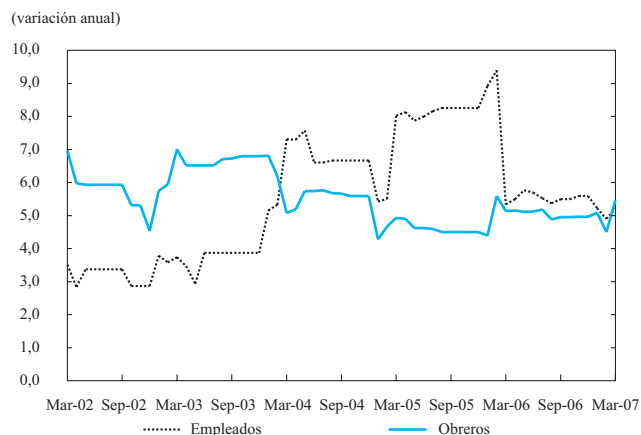
#### DEMANDA ESPERADA FRENTE A LA CAPACIDAD INSTALADA



Los resultados de las encuestas de la Asociación Nacional de Industriales (ANDI) y del Banco de la República muestran que, en general, los empresarios aún no enfrentan dificultades para la contratación de nuevos trabajadores, ni esperan que en los próximos meses se presente un deterioro en la rentabilidad de sus negocios por los aumentos salariales previstos (Gráfico 12), sugiriendo que el mercado laboral permanece holgado. No obstante, pueden haberse presentado fenómenos de escasez relativa de mano de obra en algunas actividades específicas o en segmentos particulares del mercado laboral: esto ocurrió, por ejemplo, en el sector cafetero, que reportó problemas para contratar jornaleros para recoger la cosecha de principio de año.

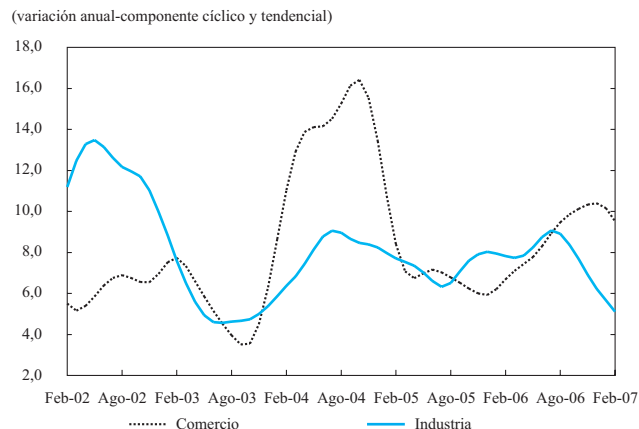
GRÁFICO 11

**A. ÍNDICE DE SALARIOS PARA LA CONSTRUCCIÓN PESADA**



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

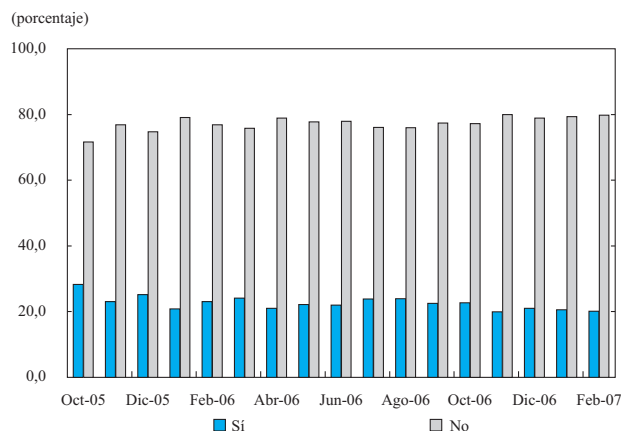
**B. SALARIO NOMINAL DEL COMERCIO AL POR MENOR Y LOS OBREROS DE LA INDUSTRIA**



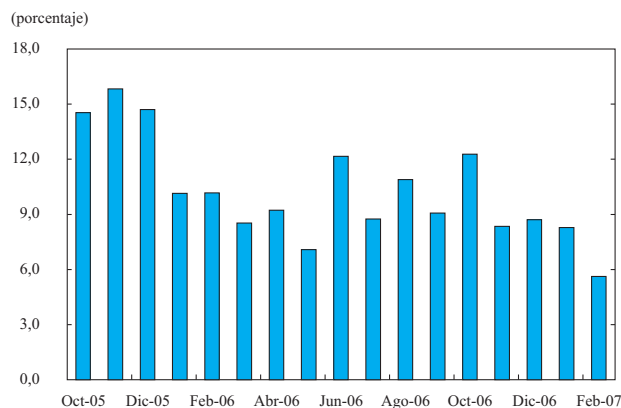
Fuente: DANE-MMCP.

GRÁFICO 12

**A. ¿SU EMPRESA ENFRENTA DIFICULTAD PARA CONSEGUIR EMPLEADOS U OBREROS?**



**B. ¿LOS INCREMENTOS SALARIALES ESPERADOS EN LOS PRÓXIMOS DOCE MESES AFECTARÁN SU RENTABILIDAD? (BALANCE <sup>a/</sup>)**



a/ Los que respondieron: más que en los últimos doce meses menos los que respondieron: menos que en los últimos doce meses.  
Fuente: Encuesta de Expectativas del Banco de la República.

Para lo que resta del año, y teniendo en cuenta el crecimiento proyectado del PIB y su efecto sobre la demanda de trabajo, se puede esperar un estrechamiento progresivo del mercado laboral, sin descartar la aparición de presiones inflacionarias de costos laborales a mediano plazo.

## 5. Otros costos

Dentro de la cadena de producción, los costos asociados con las materias primas, tanto importadas como nacionales, han mostrado un menor incremento en 2007 frente a los registros de 2006. Estos habían sido afectados por la depreciación del segundo trimestre de 2006 y por los incrementos en precios internacionales, y comenzaron a exhibir una tendencia decreciente leve desde el segundo semestre. Actualmente el crecimiento anual del indicador de costos de materias primas nacionales a marzo es de 5,4%, frente a 7,2% en julio de 2006 (Gráfico 13); esta reducción es más marcada en el crecimiento anual del indicador de costos de materias primas importadas, ubicándose en 3,1% a marzo, frente a 6,1% en junio de 2006 (Gráfico 14). Este comportamiento está fuertemente relacionado con la apreciación reciente del tipo de cambio y la estabilización de varios de los precios internacionales; sin embargo, el nivel de incremento de los precios en las materias primas nacionales es aún elevado, superando el rango meta fijado por el Banco para el IPC. Adicionalmente, no se pueden descartar algunas presiones de costos de materias primas en sectores específicos.

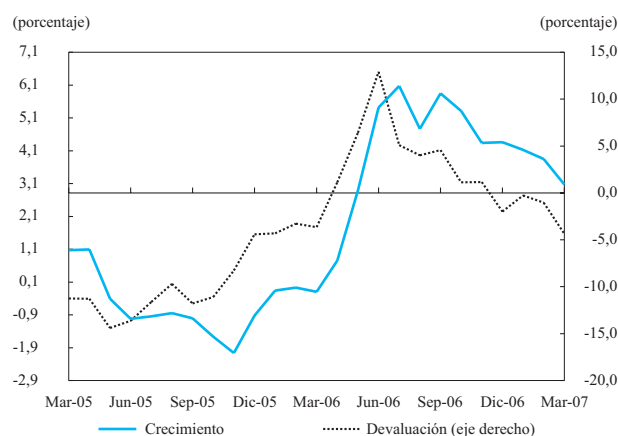
El comportamiento registrado por los indicadores de costos de materias primas refleja, en buena medida, lo que ha ocurrido con el IPP: éste logró un pico a mediados de 2006, a partir del cual ha comenzado a exhibir una leve tendencia decreciente. A marzo de 2007 el IPP total se ubicaba en 4,85%, frente a 5,97% en septiembre de 2006<sup>3</sup>. Cabe señalar que en enero de 2007 el Banco de la República dejó de calcular el índice de precios del productor (IPP), el cual fue transferido al DANE, quien lo calcula de manera mensual y realiza una serie de actualizaciones a la muestra y recolección de información (para mayor información sobre los cambios metodológicos se puede consultar al DANE).

CRECIMIENTO ANUAL DE LOS COSTOS DE LAS MATERIAS PRIMAS NACIONALES



Fuente: Banco de la República.

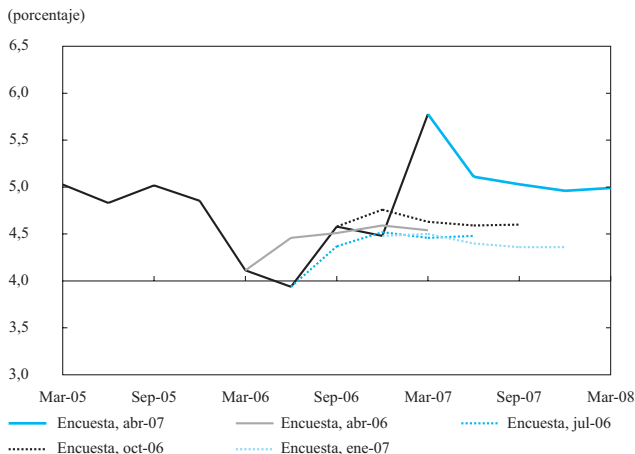
CRECIMIENTO ANUAL DE LAS MATERIAS PRIMAS IMPORTADAS Y DEVALUACIÓN ANUAL



Fuente: Banco de la República.

<sup>3</sup> El Banco de la República y el DANE acordaron que a partir del mes de enero de 2007 la responsabilidad del cálculo y la recolección de información del IPP correspondería al DANE. En el proceso el DANE actualizó y amplió la muestra y realizó varias mejoras y ajustes necesarios.

**INFLACIÓN OBSERVADA  
Y EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN:  
A TRES, SEIS, NUEVE Y DOCE MESES  
(INFLACIÓN ANUAL)**



Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

## 6. Expectativas de inflación

En las encuestas los diferentes indicadores de expectativas de inflación aumentaron durante el primer trimestre, tanto en la encuesta mensual como en la trimestral; además, de acuerdo con los entrevistados, la probabilidad de cumplir la meta de inflación en 2007 es de sólo 26%, muy por debajo de lo que ellos preveían a comienzos de año (85%).

Las expectativas de inflación para los plazos a uno y diez años, medidas a partir del *break-even Inflation* (BE)<sup>4</sup>, también muestran un crecimiento de cerca de 80 pb en el primer trimestre del año<sup>5</sup> (Gráfico 15).

<sup>4</sup> El BE corresponde a la diferencia entre la curva cero cupón de TES tasa fija y la de TES UVR para un plazo específico.

<sup>5</sup> En lo corrido de 2007 el BE a un año aumentó 91 pb.

## RECUADRO 1

### ¿QUÉ ESTÁ PASANDO CON LA INFLACIÓN DE ALIMENTOS?

Por: Edgar Caicedo G.\*

La mayor sorpresa en materia de precios al consumidor al cierre del primer trimestre del año corrió por cuenta de la inflación anual de alimentos, al repuntar de 5,7% en diciembre pasado a 8,9% en marzo, situándose en niveles no observados desde el segundo trimestre del año 2003.

Diversos factores de oferta y demanda han contribuido a acelerar la inflación de los alimentos desde hace algunos meses. Entre los factores de demanda sobresalen: un aumento inusitado en las exportaciones de alimentos hacia Venezuela, el crecimiento de la demanda interna y los mayores precios internacionales de varios alimentos, asociados con la producción de biocombustibles. Por el lado de la oferta se destacan el fenómeno de El Niño y los precios de la carne vacuna.

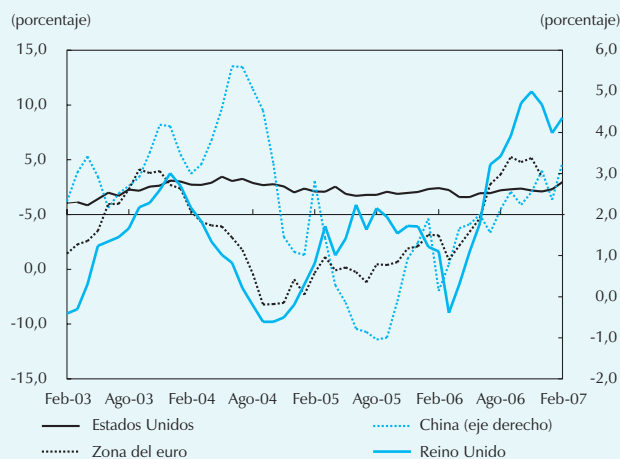
Las exportaciones tanto legales como ilegales a Venezuela vienen generando grandes presiones sobre los precios agrícolas en Colombia. La controvertida reforma agraria en ese país para

\* Profesional Experto de la Sección de Inflación, Departamento de Programación e Inflación. Las opiniones expresadas son de exclusiva responsabilidad del autor y no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva.

reemplazar las importaciones con la producción generada por cooperativas agrícolas, el desestímulo a la inversión en el sector agropecuario, así como el control de precios y la demora en la consecución de divisas para poder importar<sup>1</sup> han llevado a una escasez de alimentos sin precedentes en la historia reciente de Venezuela<sup>2</sup>. Este desabastecimiento de alimentos en el vecino país ha derivado en un repunte inusitado de las exportaciones colombianas de alimentos hacia Venezuela (38% en 2006 y 137% en enero de 2007, en términos anuales). Este evento ha ocurrido al mismo tiempo con un repunte de la demanda interna en Colombia, cuyo crecimiento alcanzó un promedio de 10% en los últimos cinco trimestres.

Otra presión reciente sobre los precios agrícolas es la gran demanda local y mundial por la denominada agricultura energética. La tendencia al alza en los precios de los alimentos no es un evento exclusivo de Colombia, sino que, debido a las demandas derivadas para la producción de biocombustibles<sup>3</sup>, ha afectado a diversos países<sup>4</sup> (Gráfico R1). El precio de los alimentos utilizados para producir biocombustibles en Colombia viene creciendo significativamente, como es el caso del azúcar, cuyo precio al consumidor registró una elevada inflación en los

**GRÁFICO R1**  
**INFLACIÓN DE ALIMENTOS EN EL MUNDO**



Fuente: Datastream.

<sup>1</sup> A comienzos de 2003 el gobierno venezolano creó la Comisión de Administración de Divisas (Cadivi), para instaurar un control fiscal de divisas. Cadivi se encarga de entregar dólares a la cotización oficial a los importadores o particulares que lo requieran, previo cumplimiento de diversas obligaciones tributarias y laborales, entre otros requisitos.

<sup>2</sup> Una encuesta realizada por la firma venezolana Datanálisis en marzo de 2007 revela que existe escasez en al menos nueve alimentos: azúcar, carne, leche en polvo, pollo, huevos, arroz, harina de maíz, sardinas y leguminosas.

<sup>3</sup> Los biocombustibles más reconocidos son caña de azúcar, maíz, yuca y remolacha para producir etanol, y aceite de palma, soya y girasol para producir biodiesel.

<sup>4</sup> Por ejemplo, la producción mundial de etanol se habría incrementado en 15% en 2006 y en más de 100% en la última década. Por su parte, en Colombia se pasó de una producción de 27 millones de litros de etanol en 2005 a una de 266 millones en 2006. Al respecto véase Carolina Gil, "Biocombustibles: ¿Oportunidad en el agro?", *Revista Carta Financiera*, núm. 137, marzo/abril de 2007, ANIF, Colombia.

últimos quince meses (25%). A futuro no sólo se debe tener en cuenta el efecto directo de la agricultura energética sobre la inflación al consumidor, sino también el impacto que podría tener sobre la oferta de alimentos.

Con respecto al fenómeno climático de El Niño, de acuerdo con el Instituto de Estudios Ambientales y Meteorológicos (Ideam) y la National Oceanic and Atmospheric Administration (NOAA), El Niño se extendió a lo largo de los dos últimos trimestres, alcanzando su máxima intensidad en enero y febrero de este año. Su incidencia negativa sobre la agricultura podría manifestarse en una reducción de 5% en los rendimientos agrícolas, de acuerdo con un reciente estudio del Ministerio de Agricultura<sup>5</sup>. Con todo, se espera que los efectos de El Niño sobre la inflación de alimentos se reviertan en el segundo semestre de 2007, sin afectar los resultados del año.

El otro factor de oferta está relacionado con la carne vacuna. El aumento reciente en la liquidación de reses ha evitado, hasta ahora, mayores alzas en el precio de la carne<sup>6</sup>. La significativa expansión de las exportaciones, tanto legales como ilegales, hacia Venezuela<sup>7</sup> de ganado en pie y carne en canal, vienen impulsando los precios de la carne en el mercado interno colombiano desde meses atrás. En efecto, este precio pasó de crecer en términos anuales de 6,3% en diciembre de 2006 a 10,5% en marzo de 2007. Sin embargo, es factible que en los próximos meses comience un repoblamiento de hembras en la ganadería colombiana, iniciándose una fase de retención ganadera, que en promedio suele extenderse por dos años<sup>8</sup>. En este caso, y dado que a corto plazo no se espera que la demanda de Venezuela ceda, el precio de la carne podría convertirse en un factor inflacionario importante, al menos en lo que resta de 2007. Adicionalmente, la fase de retención ganadera podría anticiparse si efectivamente opera la medida tomada por el Ministerio de Agricultura de prohibir el sacrificio de hembras bovinas<sup>9</sup>.

### **¿Cuál factor explica más la inflación de alimentos?**

Estimaciones del Departamento de Programación e Inflación del Banco sugieren que el Fenómeno de El Niño contribuye casi con la mitad del impulso de la inflación total en lo corrido del año (44,2%). El resto de factores —precios internacionales, demanda de Venezuela, demanda

---

<sup>5</sup> Véase Ministerio de Agricultura, *Plan de prevención y mitigación de efectos del Fenómeno de El Niño en el sector agropecuario*, Bogotá, Colombia, 2006.

<sup>6</sup> De acuerdo con el gremio ganadero, el año pasado fueron falsos los indicios del inicio de una nueva fase de retención ganadera. Por el contrario, desde el segundo semestre de 2006 se viene registrando un alto sacrificio de hembras. Véase al respecto: Fedegan, *Revista Carta de Fedegan*, núm. 98, p. 108, Bogotá, Colombia, 2006.

<sup>7</sup> En virtud del tamaño de las exportaciones y el contrabando de ganado hacia Venezuela, el Gobierno colombiano, mediante los decretos 357 del 9 de febrero de 2007 y 4464 del 15 de diciembre de 2006 del Ministerio de Comercio, limitó la exportación de ganado en pie, fijando un contingente de 20.000 cabezas anuales de machos y 7.000 de hembras.

<sup>8</sup> Véase al respecto, Carlos Felipe Jaramillo y Edgar Caicedo, “La dinámica del ciclo ganadero colombiano”, *Boletín de Estadística del DANE*, núm. 529 abril de 1997, Bogotá, Colombia.

<sup>9</sup> A raíz del alto sacrificio de hembras durante los últimos tres años, el Gobierno nacional, mediante el decreto 00031 del 6 de febrero de 2007 del Ministerio de Agricultura, tomó la decisión de prohibir el sacrificio de hembras bovinas aptas para la cría en todo el país.

interna y precios de la carne— explican el 33,2% del incremento. La diferencia (22,6%) se atribuye a los precios de los no alimentos. Sumados, los alimentos explican más del 80% del aumento de la inflación en los primeros tres meses del año, siendo El Niño el factor principal (Cuadro R1).

### ¿Qué se puede esperar en lo que resta del año y cuáles son los riesgos?

De acuerdo con los diversos modelos de pronóstico con que cuenta el Banco, para el segundo semestre del año se espera, salvo en el caso de la carne, que el crecimiento de los precios de las diferentes variables que explican la aceleración en la inflación de los alimentos se modere significativamente. Se prevé que gran parte del efecto inflacionario desatado por el fenómeno de El Niño se devuelva en el segundo semestre de este año. Por el contrario, el efecto de la demanda interna y externa y de los precios internacionales podría prolongarse un poco más, aunque no se descarta un alivio por cuenta de los precios externos en la segunda mitad del año.

Por último, el mayor riesgo para el logro de los objetivos de la política monetaria es que los anteriores choques se trasladen a mayores expectativas de inflación y a presiones adicionales de precios y de salarios. Obviamente esto es más probable en tanto más prolongados en el tiempo sean los choques, como podría ocurrir con las presiones inflacionarias derivadas de la demanda de Venezuela y de los altos precios internacionales por la producción de biocombustibles. En la medida en que las expectativas de inflación aumenten, es mayor el esfuerzo que debe hacer la política monetaria para mantener la convergencia de la inflación hacia su meta de largo plazo.

CUADRO R1  
DESCOMPOSICIÓN DE LA VARIACIÓN DEL ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

Descripción	Ponderación	Crecimiento anual				Participación en la aceleración año corrido (%)
		Dic-06	Ene-07	Feb-07	Mar-07	
Total	100,0	4,5	4,7	5,2	5,8	100,0
Sin alimentos	70,5	3,9	4,2	4,3	4,4	22,6
Alimentos	29,5	5,7	5,8	7,3	8,9	77,4
Por el fenómeno de El Niño	7,2	2,8	1,6	4,6	9,4	44,2
Por otros factores (precios internacionales, demanda y precios de la carne)	22,4	6,8	7,4	8,4	8,7	33,2

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

## II. MERCADOS FINANCIEROS

**El comportamiento de las tasas de interés internacionales** ha contribuido a mantener una amplia liquidez externa y bajos niveles de aversión al riesgo por parte de inversionistas extranjeros quienes han contribuido a que las primas de riesgo-país se sitúen en niveles históricamente bajos.

**En el primer trimestre del año la actividad crediticia** continuó en niveles muy altos, especialmente aquella destinada al consumo y al microcrédito, favorecida por la disminución de las tenencias de TES en los portafolios de los bancos y a mayores captaciones de ahorro y certificados de depósito a término del sector privado.

**Al finalizar el primer trimestre** se observa una transmisión parcial del incremento de las tasas de interés del Banco a las tasas de captación y a algunas tasas de colocación del sistema financiero. Esta transmisión se aceleró en el primer trimestre, en comparación con los trimestres anteriores.

**Se espera que en el segundo semestre del año** sean más evidentes los efectos de los aumentos acumulados en las tasas de interés de intervención sobre el crédito, el crecimiento de la demanda agregada y el comportamiento de la inflación.

### A. CONTEXTO EXTERNO

El incremento en las tasas de interés en las principales economías desarrolladas ha sido gradual, a pesar del repunte en la inflación mundial debido a las presiones provenientes de los precios de los combustibles y de los precios internacionales de varios productos agrícolas. En el caso de la economía estadounidense la tasa de interés de política se ha mantenido inalterada desde el segundo semestre de 2006, mientras la zona del euro y Japón incrementaron sus tasas de interés de referencia en 25 pb, ubicándolas en niveles de 3,75 % y 0,5%, respectivamente (Gráfico 16).

Este comportamiento de las tasas de interés internacionales ha contribuido a mantener una amplia liquidez internacional y bajos niveles de aversión al riesgo por parte de inversionistas internacionales. Aunque en febrero y marzo hubo un incremento en la volatilidad y en las primas de riesgo en diferentes mercados, dicho comportamiento se ha revertido y las primas de riesgo país han vuelto a niveles históricamente bajos (Gráfico 17).

En este contexto se ha mantenido la tendencia a la apreciación de las monedas latinoamericanas. En estas economías, las que muestran una mayor tendencia a la apreciación son Brasil y Colombia, cuyas monedas, al mes de marzo, mostraron una apreciación anual de 3,0% y 2,7% (Gráfico 18). Debe notarse que estas dos monedas fueron también las que más se devaluaron con el deterioro transitorio de los mercados financieros internacionales que tuvo lugar a mediados de 2006.

## B. MERCADOS FINANCIEROS

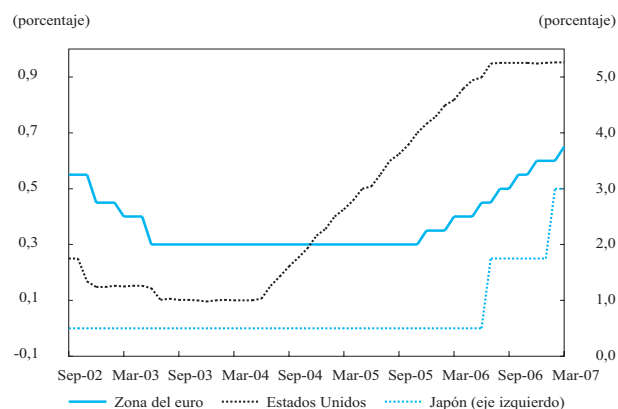
En el primer trimestre del año la actividad crediticia del sistema financiero continuó en niveles muy altos, especialmente aquella destinada al consumo y al microcrédito: los recursos para crédito se originan en la recomposición de activos de los bancos (disminución de las tenencias de TES en sus portafolios) y en el incremento de las captaciones de ahorro y certificados de depósito a término (CDT) del sector privado.

En este período también se observó una mayor transmisión de la tasa de interés de política hacia las tasas de entidades de crédito, con excepción de las de créditos de consumo, tarjeta de crédito y sobregiro. Estas han estado afectadas por la evolución de la tasa de usura, y tenderían a aumentar en el segundo trimestre, dado el incremento de dicha tasa en abril.

### 1. Agregados monetarios

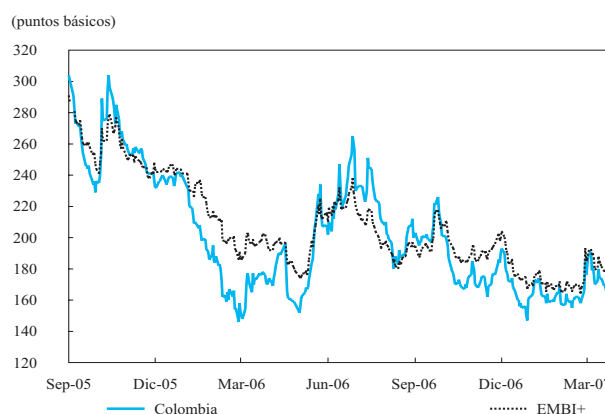
La dinámica de la base monetaria y del agregado amplio M3 se acelera en el primer trimestre, y su variación anual en marzo llega a 22,8% y 19,7%, respectivamente (Gráfico 19).

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



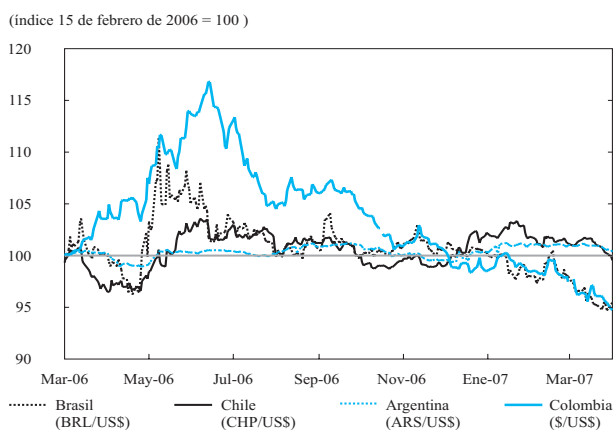
Fuente: Banco Central Europeo y Datastream.

## PRIMA DE RIESGO-PAÍS EMBI+ PAÍSES EMERGENTES



Fuente: Bloomberg.

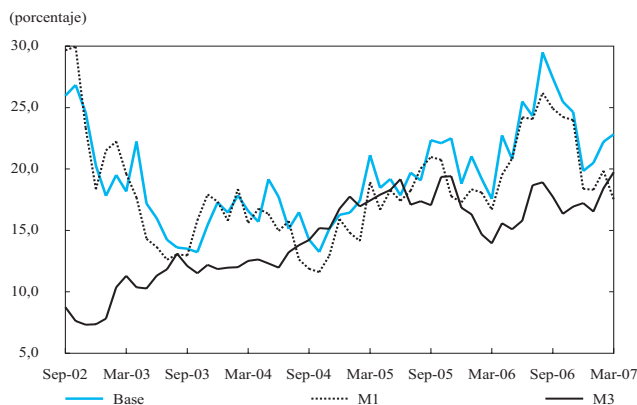
## TASA DE CAMBIO NOMINAL DE DIFERENTES MONEDAS LATINOAMERICANAS FRENTE AL DÓLAR



Fuente: Datastream.

GRÁFICO 19

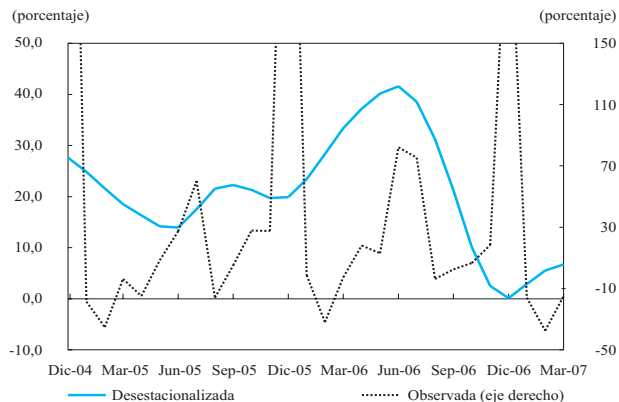
AGREGADOS MONETARIOS  
CRECIMIENTO ANUAL



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 20

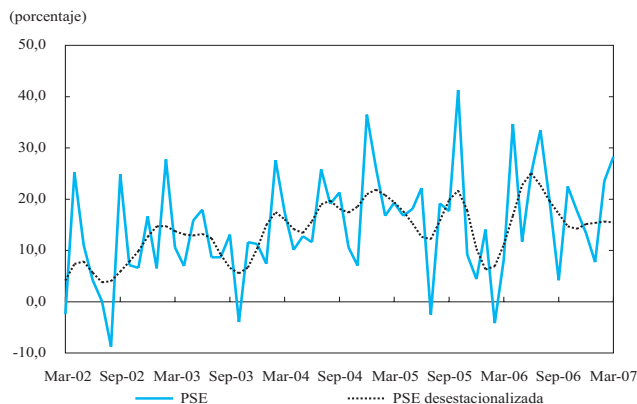
EFFECTIVO  
VARIACIÓN MENSUAL ANUALIZADA



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 21

PASIVOS SUJETOS A ENCAJE  
CRECIMIENTO ANUAL



Fuente: Banco de la República.

La aceleración de la base monetaria en el trimestre se explica por la demanda por reserva bancaria, y se percibe como un hecho temporal: esto está atado al aumento de depósitos en el Banco de la República, dentro de los compromisos de las entidades de crédito en los procesos de compra de entidades estatales (en especial, Bancafé). Por su parte, el crecimiento mensual anualizado (y ajustado estacionalmente) de la demanda de efectivo muestra una drástica desaceleración en el segundo semestre de 2006, de 40% en junio a casi 0% en diciembre, cuyo crecimiento actual es de 6,7% (Gráfico 20). Dado lo anterior, es factible esperar menores crecimientos de la base monetaria en los próximos meses<sup>6</sup>.

Dado el comportamiento del efectivo, la aceleración de M3 proviene de los pasivos sujetos a encaje (PSE), que en marzo muestran una tasa mensual anualizada de más de 28%; sin embargo, con la serie desestacionalizada el crecimiento se ha estabilizado alrededor de 15% desde octubre del año anterior, 10 pp menos de lo alcanzado en junio de 2006 (Gráfico 21).

En los últimos dos trimestres los depósitos de ahorro ordinario han sido los determinantes de los PSE, contribuyendo con el 63,5%, seguidos por los CDT (22,4%) y los otros depósitos<sup>7</sup> (11,1%). Adicionalmente, la participación de las captaciones del sector privado en los PSE es cada vez más importante, y en lo corrido del año representan cerca del 80% del total.

El comportamiento de las series mensuales desestacionalizadas de los diferentes depósitos indica que estos han venido desacelerándose en los últimos meses, y que los depósitos de ahorro ordinario seguirían ganando importancia dentro de la captación de las entidades, pues su variación anualizada promedio en el trimestre es 25%, mientras para los CDT y el resto de depósitos es de 6,5% y 7,2%, respectivamente (Gráfico 22).

<sup>6</sup> En el mercado cambiario, el efecto de la compra de divisas del Banco sobre la base monetaria es esterilizado a través de diferentes mecanismos, en donde el último de ellos (la subasta de depósitos remunerados), se puso en marcha a partir del 2 de abril.

<sup>7</sup> Cuentas corrientes, depósitos a la vista, certificados de depósito de ahorro a término, bonos, depósitos fiduciarios y otros.

## 2. Crédito

La colocación de créditos continúa en niveles altos, en especial el destinado al consumo y al microcrédito, cuya cartera tuvo un crecimiento anual de 47,0% en marzo, impulsándola al tiempo que la cartera total crecía 31,3% (Gráfico 23). Como se ha señalado, una parte importante de este comportamiento es consecuencia de la política de las entidades crediticias de recomponer su portafolio de activos disminuyendo inversiones, principalmente títulos del Gobierno (TES).

La importancia de la liberación de recursos de TES como fuente de expansión de la cartera se ha concentrado en los episodios de vencimientos: por ejemplo, en marzo el descenso en la inversión de TES fue equivalente a la mitad de la variación de la cartera, y en dicho mes, el Gobierno decidió no hacer *roll over* sobre aproximadamente \$4,3 billones (b) de estos títulos.

Si no hay eventos sorpresivos que conduzcan a los agentes a sustituir TES, se puede esperar que hasta noviembre, mes en que de nuevo se concentran vencimientos de títulos, los aumentos de la cartera estén más en consonancia con el comportamiento de los PSE (el Gráfico 24 muestra la relación que existe entre los crecimientos mensuales anualizados de estas dos variables).

Finalmente, aunque la calidad de la cartera<sup>8</sup> se mantiene en niveles bajos, el indicador de cartera en riesgo de consumo<sup>9</sup> muestra cierta tendencia creciente con respecto a los niveles que alcanzó a finales de 2005 (Gráfico 25).

## 3. Tasas de interés

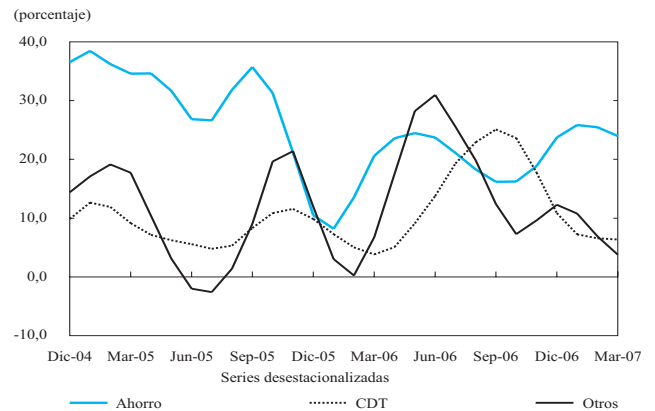
La tasa de interés de política acumula 225 pb de incremento entre abril de 2006 y marzo del presente año, cambio que se ha reflejado con igual intensidad en la tasa interbancaria (TIB). Sobre las tasas de inte-

<sup>8</sup> Cartera vencida / cartera.

<sup>9</sup> Cartera B + C + D + E / cartera.

GRÁFICO 22

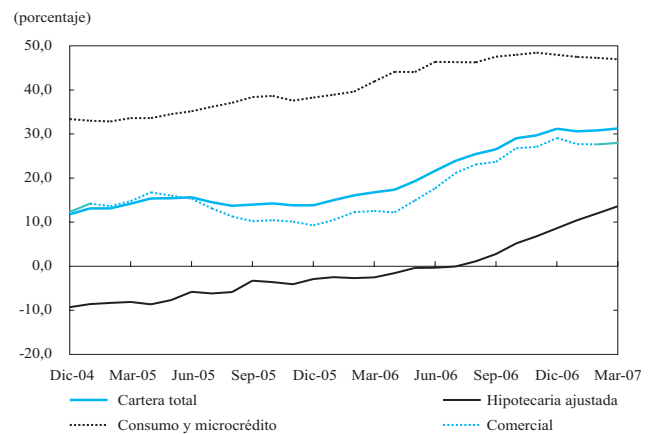
### AHORRO, CDT Y OTROS PSE VARIACIÓN MENSUAL ANUALIZADA



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 23

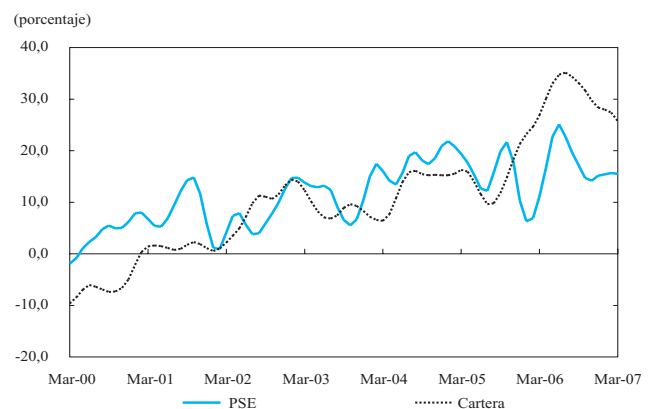
### CARTERA BRUTA TOTAL



Fuente: Banco de la República.

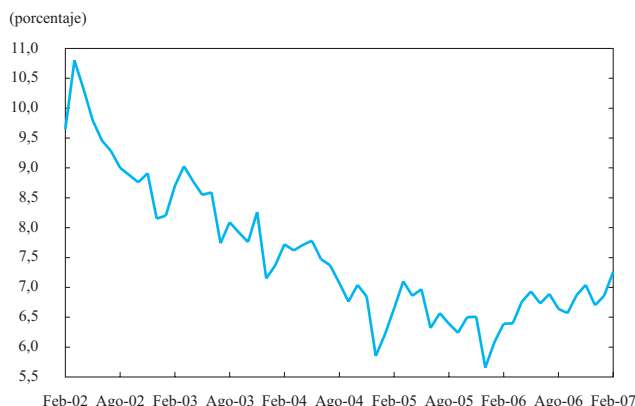
GRÁFICO 24

### CARTERA Y PSE VARIACIÓN MENSUAL ANUALIZADA



Fuente: Banco de la República.

## INDICADOR DE RIESGO EN LA CARTERA DE CONSUMO



Fuente: Banco de la República.

rés pasivas y activas reportadas por las entidades de crédito el efecto ha sido menor y heterogéneo.

Todas las tasas pasivas han reaccionado a los incrementos en las tasas de corto plazo (Cuadro 5): en el caso de los ahorros ordinarios el aumento es de 78 pb, pero probablemente no refleja el verdadero cambio, porque se refiere a las tasas de oferta de los intermediarios y no a las efectivamente negociadas con los clientes.

Con relación a los CDT, la tasa ponderada total se incrementó 178 pb, producto del aumento más uniforme y con menos rezago para los plazos mayores a sesenta días, y por mayor participación de las captaciones con plazo superior a un año (Gráfico 26). Tam-

bién se sabe que las tesorerías de las entidades han estado más presentes en la captación de CDT, y de acuerdo con la información más reciente, en las nuevas captaciones de CDT la tesorería de las entidades ya representa casi el 50%.

En las tasas de colocación la respuesta ha sido menos homogénea y con mayor rezago: la reacción comenzó en la cartera de tesorería y en la preferencial un

## CUADRO 5

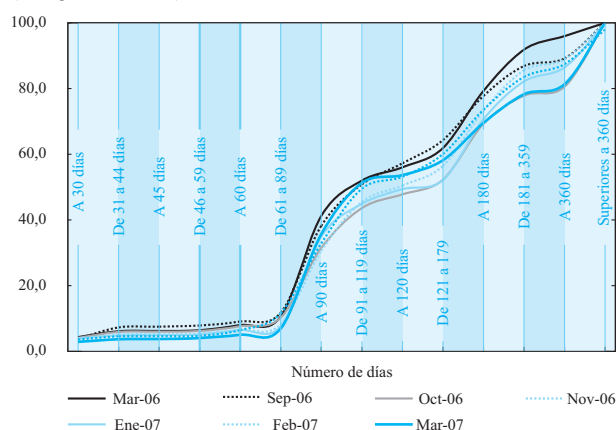
## TASAS DE CAPTACIÓN

	Mar-06	Jun-06	Sep-06	Dic-06	Feb-07	Mar-07	Variación mar-07-mar-06
Ahorro ordinario <sup>a/</sup>	3,64	3,73	3,95	3,92	4,08	4,42	0,78
CDT total	6,15	6,29	6,91	7,07	7,17	7,93	1,78
A 30 días	2,99	3,65	3,49	3,50	3,48	3,62	0,63
Entre 31 y 44 días	3,89	3,72	6,13	4,00	5,78	4,38	0,49
A 45 días	3,01	3,89	6,36	5,30	5,41	4,35	1,34
Entre 46 y 59 días	4,80	4,10	5,72	4,10	4,14	5,88	1,08
A 60 días	4,10	3,97	3,89	4,16	5,21	4,58	0,49
Entre 61 y 89 días	5,69	6,72	6,76	6,87	7,72	7,97	2,28
A 90 días DTF	5,98	6,22	6,41	6,74	6,81	7,54	1,56
Entre 91 y 119 días	6,30	6,75	7,09	7,32	7,65	8,13	1,83
A 120 días	6,31	6,37	7,09	7,22	7,18	7,31	1,00
Entre 121 y 179 días	6,67	7,01	7,38	7,45	8,04	8,25	1,58
A 180 días <sup>a/</sup>	6,51	6,65	6,91	7,18	7,10	7,44	0,93
Entre 181 y 359 días	6,83	6,94	7,41	7,68	7,84	8,19	1,36
A 360 días <sup>a/</sup>	7,00	6,10	7,42	7,64	7,95	8,20	1,19
Superiores a 360 días	7,20	4,78	8,88	8,47	8,63	9,53	2,33
Captaciones CDT a través red de oficinas	6,08	6,04	6,28	6,63	6,76	7,02	0,95
Captaciones CDT a través red de tesorería	6,34	6,87	7,78	7,87	8,34	8,93	2,60

<sup>a/</sup> Es una tasa de oferta de las entidades, a diferencia de las reportadas para CDT que son de negociación.  
Fuente: Banco de la República.

## DISTRIBUCIÓN CDT

(Participación acumulada)



Fuente: Banco de la República.

trimestre después del incremento de tasa de referencia en una magnitud, para todo el período, de 245 pb y 231 pb, respectivamente. En el crédito ordinario la tasa siguió descendiendo hasta diciembre de 2006 y ha aumentado 113 pb en el presente año. En cuanto a la cartera hipotecaria la tasa de la línea de construcción disminuyó hasta septiembre desde cuando creció 184 pb; la tasa de la línea de adquisición cayó hasta diciembre, y en el presente año presenta un leve aumento de 38 pb (Cuadro 6).

Es de resaltar que el alza de las tasas pasiva y activa fue particularmente mayor en marzo, no obstante el volumen de recursos con que contaron las entidades por la reducción de inversiones en TES y aumento de los PSE, hecho que puede sugerir un fortalecimiento de la transmisión de los movimientos en la tasa de política. Sin embargo, las tasas de interés pasivas en términos reales siguen en niveles bajos con respecto a sus promedios históricos.

Las tasas de interés de las tarjetas de crédito, al igual que las destinadas para consumo y las que operan para sobregiro, muestran un descenso permanente; este comportamiento está correlacionado con la reducción de las tasas de interés de usura (Gráfico 27). De esta manera, se puede esperar que el incremento de la tasa de usura determinado por la Superfinanciera para el segundo trimestre de 2007 se traslade a las tasas de interés de estos créditos<sup>10</sup>. Los resultados en tasas de

<sup>10</sup> La tasa de usura para consumo cambió de 20,75% a 25,12%.

## TASAS DE COLOCACIÓN

	Mar-06	Jun-06	Sep-06	Dic-06	Feb-07	Mar-07	Variación mar-07-mar-06
Consumo	22,25	20,07	19,38	19,57	19,02	18,52	(3,73)
Preferencial	8,91	8,86	9,60	10,22	10,52	11,22	2,31
Ordinario	15,63	14,47	15,49	14,24	14,44	15,37	(0,27)
Tesorería	8,09	8,03	8,72	9,58	10,21	10,54	2,45
Sobregiro	24,18	22,42	21,64	21,52	19,48	19,46	(4,72)
Tarjeta	25,00	22,33	21,80	21,94	20,18	20,15	(4,84)
Vivienda							
Construcción	12,52	11,11	10,84	11,25	12,00	12,71	0,19
Adquisición	16,36	14,67	14,00	13,90	14,00	14,28	(2,09)
<b>Tasa interbancaria (TIB)</b>	<b>5,99</b>	<b>6,34</b>	<b>6,72</b>	<b>7,36</b>	<b>7,78</b>	<b>8,00</b>	<b>2,01</b>
<b>Subasta de expansión</b>	<b>6,00</b>	<b>6,34</b>	<b>6,75</b>	<b>7,36</b>	<b>7,79</b>	<b>8,06</b>	<b>2,06</b>

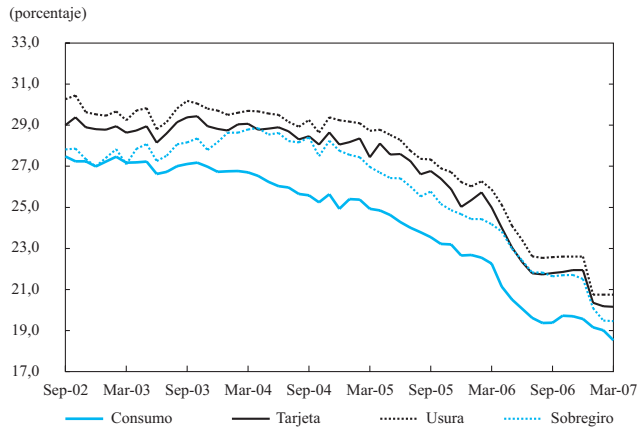
Fuente: Banco de la República.

interés podrían estar confirmando la aceleración del proceso de transmisión de las tasas de interés de política.

En el caso de la deuda pública, las tasas de negociación secundaria de los TES a tasa fija para todos los plazos muestran un desplazamiento similar al cambio en la tasa de política (Gráfico 28). Se debe recordar que las tasas de negociación de los TES tuvieron ajustes importantes en el segundo trimestre de 2006 a raíz de la incertidumbre en los mercados internacionales asociados con las decisiones de política monetaria en los Estados Unidos. Posteriormente corrigieron a la baja, y desde diciembre se han movido con los incrementos de tasa determinados por la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR).

GRÁFICO 27

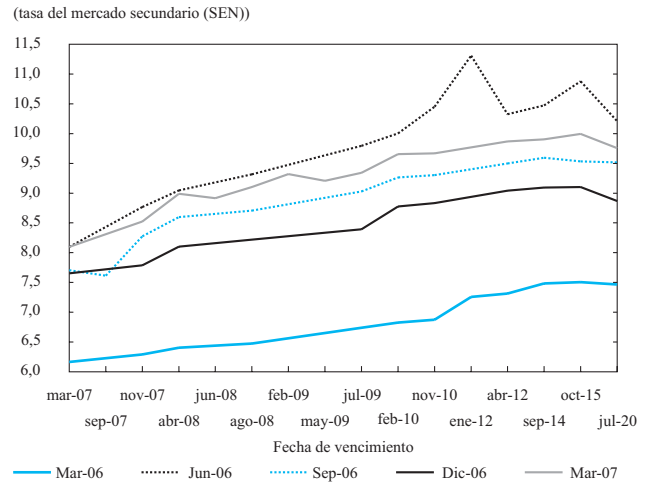
TASAS DE INTERÉS PROMEDIO MENSUAL



Fuente: Banco de la República.

GRÁFICO 28

TASA DE NEGOCIACIÓN DE LOS TES POR PLAZO CORTES TRIMESTRALES



Fuente: Banco de la República.

### III. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS

**Se siguen previendo condiciones favorables** de crecimiento para la economía mundial. Se espera que la expansión siga liderada por la zona del euro, Japón y por economías emergentes como China e India. El principal riesgo en 2007, al que aún se le asigna una baja probabilidad, es el de una desaceleración más profunda en el crecimiento de los Estados Unidos.

**El contexto externo siguió favoreciendo** el buen comportamiento de la demanda externa, entradas de capitales y niveles altos de términos de intercambio. Todos estos factores, junto con la confianza de los hogares y las firmas, permiten esperar un buen crecimiento del PIB en 2007.

**El pronóstico de inflación en el escenario central** muestra un aumento adicional, pero transitorio, de la inflación total hasta mediados del presente año. A partir del tercer trimestre la inflación retomará una tendencia decreciente, que se sostendría en 2008 y permitiría su convergencia a la meta de largo plazo (3%).

**Los pronósticos indican que la inflación anual de no transables** tendería a aumentar gradualmente en los próximos dos trimestres, principalmente como resultado del alto ritmo de crecimiento de la demanda y de los menores excesos de capacidad productiva. Desde el cuarto trimestre y en adelante, se espera que las presiones inflacionarias de demanda cedan paulatinamente como resultado de las medidas de política adoptadas por la JDBR.

#### A. CONTEXTO INTERNACIONAL

El escenario base del pronóstico sigue previendo condiciones favorables de crecimiento para la economía mundial. Se espera que la expansión siga liderada por la zona del euro, Japón y por economías emergentes como China e India, como sucedió en 2006. Para la economía estadounidense se anticipa un crecimiento ligeramente menor que el pronosticado en el informe de diciembre y por debajo del resultado de 2006; sin embargo, los temores sobre una mayor desaceleración en esta economía han aumentado, sumándose a los riesgos de una mayor inflación.

La economía estadounidense disminuyó su ritmo de crecimiento hacia finales del año pasado: para el cuarto trimestre éste fue de 2,5% (trimestral anualizado), frente a un crecimiento anual de 3,3%. Los indicadores más recientes señalan que la tendencia hacia un menor crecimiento se mantenía en el primer trimestre de 2007<sup>11</sup>, pero para finales de año se espera una recuperación que debería sostenerse en 2008. Así, se estima una expansión entre 2,0% y 2,5% (según *Consensus Forecast* de 2,4%) para 2007 y de 3,0% para 2008 (Cuadro 7).

Un buen comportamiento de los ingresos de los hogares en los Estados Unidos mantendría la dinámica del consumo. Por otro lado, se espera que la inversión no residencial siga respondiendo a las fuertes ganancias corporativas y a demandas interna y externa favorables; sin embargo hay que tener en cuenta que la desaceleración del mercado de vivienda no parece haber finalizado aún y que, por el contrario, han surgido noticias sobre aumentos en los incumplimientos de pagos

<sup>11</sup> Cuando se redactaba este informe se conoció la cifra preliminar de crecimiento de los Estados Unidos para el primer trimestre del año, la cual fue de 1,3% por debajo de lo estimado por el mercado (1,8%). La inversión residencial continuó restando fuertemente al crecimiento, sumado a una menor dinámica del gasto público y a una caída en las exportaciones; no obstante, el consumo de los hogares siguió creciendo a un ritmo alto (3,8%).

## CUADRO 7

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

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

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

de hipoteca *subprime*<sup>12</sup>, lo que ha aumentado los temores de un mayor deterioro en este sector, con implicaciones importantes sobre la dinámica del resto de la economía estadounidense.

Las noticias para la zona del euro y Japón han sido alentadoras. El ritmo de crecimiento observado en el cuarto trimestre del año anterior fue bueno (3,6% y 5,5%, respectivamente), y estas tendencias habrían continuado en lo corrido del año. De ahí que los pronósticos para los dos años hayan mejorado levemente, frente a lo esperado hace tres meses (Cuadro 7). La inversión, que venía creciendo a un ritmo importante en 2006 en estas dos economías, mantendría su impulso en 2007 y 2008; aun así, se espera que el consumo de los hogares tenga un mayor protagonismo en estos dos años. La demanda externa neta podría desempeñar un menor papel, dada la apreciación del euro frente al dólar, sumado al menor crecimiento de la economía estadounidense.

Los riesgos sobre una inflación mundial más alta han aumentado, especialmente por lo que pueda suceder en la economía de los Estados Unidos. Durante el mes de enero y febrero la inflación básica de este país estuvo por encima de lo estimado por el mercado, pero en marzo se moderó situándose en 2,5%, frente a 2,7% de febrero. Para nuestro escenario central seguimos estimando una reducción de la inflación básica en los Estados Unidos, aunque a un ritmo más pausado que el proyectado hace tres meses; con lo cual, esperamos que la autoridad monetaria mantenga sus tasas de interés inalteradas durante buena parte de este año. Aunque el mercado financiero está descontando una caída en las tasas de interés para finales del año, esto dependerá del comportamiento de la inflación y del crecimiento durante los próximos meses.

En el caso de la zona del euro y Japón, el mercado espera aumentos graduales en sus tasas de interés; así, para finales de este año se estiman tasas de 4,25% y 1,0%, respectivamente.

En el escenario base de este informe se espera que las economías emergentes, especialmente las asiáticas, presenten un mayor dinamismo en 2007, frente a lo que se preveía en el informe anterior; este es el caso de China, cuyo crecimiento fue de 11,1% durante el primer trimestre de este año, acelerándose frente a trimestres anteriores. Así, para esta economía se estima un crecimiento de 9,7% en 2007 y 9,6% en 2008. El buen comportamiento de la inversión y la dinámica de las exportaciones continuarán liderando la expansión.

Con respecto a las economías latinoamericanas, y especialmente los principales socios comerciales de Colombia, las proyecciones no presentaron cambios importantes frente a lo considerado hace tres meses. Para Venezuela se estima un crecimiento de 6,8% en 2007 y 3,5% en 2008, mientras que las proyecciones para

*La expansión de la economía mundial seguirá liderada por la zona del euro, Japón y por economías emergentes como China e India.*

*En el escenario central se espera que la Fed mantenga sus tasas de interés inalteradas durante la mayor parte del año.*

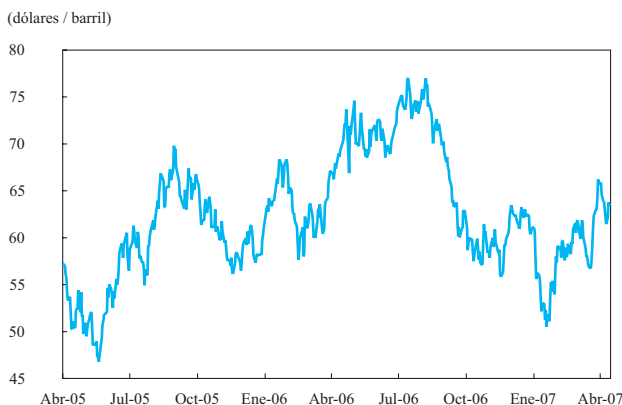
*El crecimiento mundial y otros factores, frenaron la caída de los precios de los commodities observados a comienzos de año.*

---

<sup>12</sup> El mercado *subprime* se refiere a los créditos hipotecarios de alto riesgo, el cual representa cerca del 10% del total del crédito hipotecario de la economía estadounidense.

GRÁFICO 29

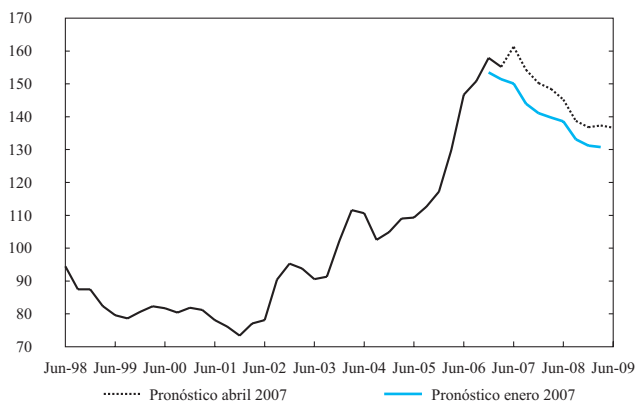
PRECIO DEL PETRÓLEO (WTI)  
BOLSA DE NUEVA YORK



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 30

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



Fuente: The Economist Intelligence Unit.

Ecuador se redujeron un poco, dada la desaceleración observada en el último trimestre del 2006<sup>13</sup>; sin embargo, su crecimiento será aún favorable: 3,4% para este año, y 3,2% para el próximo.

El buen ritmo de crecimiento mundial observado en lo corrido del año, junto con factores climáticos y algunos problemas geopolíticos, frenaron las caídas de los precios de *commodities* observadas a comienzos de año y, de hecho, hicieron posible que repuntaran. Esto fue particularmente claro en el caso del petróleo, cuyo nivel a finales de marzo se situó en US\$66 por barril, muy por encima de lo observado a finales de enero (US\$55) e igual al promedio de 2006 (Gráfico 29). Gracias a ello las proyecciones para el petróleo han aumentado levemente en este informe comparado con lo esperado hace tres meses. En nuestro escenario base se estima un precio de US\$60 dólares por barril para 2007, en promedio. Conviene señalar que los recortes realizados por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), sumado a los hechos anteriores, han aumentado los riesgos hacia precios más altos.

Las proyecciones sobre los precios de los *commodities* sin energía también mejoraron, frente a lo esperado en el trimestre anterior: además de la mayor demanda mundial, los problemas en la producción de algunos bienes (cobre, zinc, estaño y plomo) mantendrán los precios altos por lo menos hasta mediados del año. Según The Economist Intelligence Unit (EIU), los precios de los *commodities* sin energía crecerían 6,1% este año, cifra mayor que la esperada en el informe de

diciembre (1,2%); sin embargo, para 2008 se estima una caída en los precios (8,3%), como resultado de una mayor oferta mundial (Gráfico 30).

Dado lo anterior, para los principales bienes colombianos de exportación se proyectan precios altos en 2007, un poco mayores que los contemplados en el informe de diciembre. En el caso del petróleo y carbón los pronósticos aumentaron en 5% y 6%, respectivamente (Cuadro 8).

El escenario base descrito anteriormente enfrenta riesgos que podrían haber aumentado en lo corrido del año; el principal riesgo, al que aún se le asigna una

<sup>13</sup> Este menor ritmo de crecimiento fue el resultado de una caída en la producción petrolera explicada por las huelgas y el estancamiento de inversiones en este sector.

## PRECIOS INTERNACIONALES

	2005	2006	Proyección actual <sup>a/</sup>		Proyección anterior <sup>b/</sup>	
			2007	2008	2007	2008
Café ( <i>ex dock</i> ) (dólares por libra)	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Petróleo (dólares por barril)	49,8	58,3	51,3	51,9	48,9	51,9
Carbón (dólares por tonelada)	47,8	48,0	48,8	42,1	46,1	42,1
Ferróniquel (dólares por libra)	2,4	3,6	6,1	2,1	2,6	2,1
Oro (dólares por onza <i>troy</i> )	445,0	604,6	690,3	705,3	670,3	705,3

a/ Balanza de pagos estimada en abril de 2007.

b/ Balanza de pagos estimada en enero de 2007.

Fuente: Banco de la República.

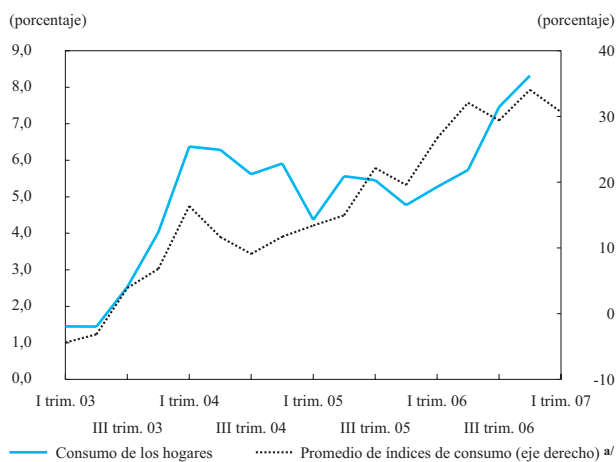
baja probabilidad, es el de una desaceleración más profunda en el crecimiento de los Estados Unidos en 2007, evento que podría implicar una reducción más rápida en las tasas de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos (Fed) que la contemplada en el escenario base; al tiempo, implicaría menores precios para los productos básicos de exportación de Colombia. No obstante, las reducciones en precios serían leves, puesto que el menor crecimiento de la economía estadounidense tendería a ser compensado por el de la zona del euro y Japón y por el de otras economías emergentes, lo que evitaría que la demanda global se resentiera mucho. Por tanto, el resultado final no debería alterar significativamente los términos de intercambio para el país, ni el crecimiento de sus socios comerciales en conjunto, aunque obviamente afectaría las exportaciones colombianas hacia los Estados Unidos.

Un segundo riesgo, al que igualmente se le asigna una baja probabilidad de ocurrencia, es el de una desaceleración en los Estados Unidos, junto con una mayor inflación básica; lo que supondría un crecimiento del PIB potencial de ese país igual o menor a 2,5%, frente a una estimación actual del orden de 3%. En este caso la autoridad monetaria podría postergar para 2008 la reducción de tasas, o incluso aumentarlas un poco más, incrementando las primas de riesgo-país de las economías emergentes; no obstante, los altos precios de los *commodities* podría compensar en parte este hecho.

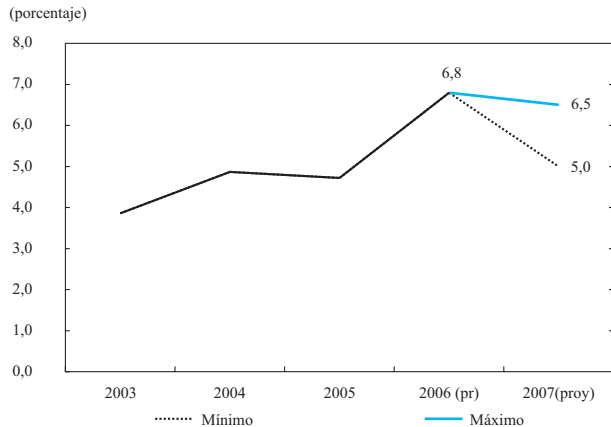
## B. CRECIMIENTO INTERNO

Teniendo en cuenta la información disponible a marzo, el escenario base de este informe no prevé cambios en las tendencias de crecimiento para el primer trimestre de 2007. En el caso del consumo privado, el fuerte crecimiento del crédito y el comportamiento del índice de confianza del consumidor (Gráfico 31) sugieren que el ritmo de expansión que se observó en el segundo semestre de 2006 se mantendría en la primera mitad de 2007.

*El consumo privado mantendrá un alto ritmo de expansión durante la primera mitad de 2007.*

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


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

**CRECIMIENTO ANUAL REAL DEL PIB**


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

La información disponible también permite anticipar un fuerte dinamismo para la inversión privada en la primera mitad del año, similar al observado el año pasado. Así lo indica el comportamiento de las importaciones de bienes de capital a febrero cuyo crecimiento anual habría superado el 30%, al igual que el de materias primas. En igual dirección apunta la expansión de las licencias de construcción a febrero y el comportamiento de los desembolsos de crédito hipotecario, los cuales anticipan un fuerte crecimiento en la inversión residencial.

El escenario base también contempla un crecimiento alto para las exportaciones totales en dólares, el cual estaría liderado por las exportaciones tradicionales. Para las no tradicionales se estima un menor ritmo de crecimiento que el observado en el pasado reciente, que corresponde a la desaceleración observada en los primeros dos meses del año, especialmente de las dirigidas a los Estados Unidos y Ecuador, mientras las exportaciones a Venezuela y otros destinos mantendrían un ritmo de crecimiento importante, como se observa hasta febrero.

Dado lo anterior, en el escenario base se proyecta un crecimiento del PIB entre 6,2% y 7,3% para el primer semestre del año, apoyado, principalmente, en la fortaleza del consumo de los hogares, en la inversión en maquinaria y equipo, y en la construcción de vivienda y edificaciones. Para el año se proyecta un crecimiento del PIB entre 5,0% y 6,5%, y cabe anotar que el pronóstico del informe trimestral anterior estaba entre 4,5% y 6,5% (Gráfico 32).

Específicamente, para el punto medio del intervalo —5,8%— se espera una aceleración del consumo de los hogares y de la formación bruta de capital en construcción, con respecto a 2006 (Cuadro 9); al

tiempo, se espera un menor dinamismo para la formación bruta de maquinaria y equipos. En conjunto, en 2007 la demanda interna crecería 8,2%, desacelerándose con respecto a 2006 (9,9%). Por el lado de la oferta, los sectores más dinámicos probablemente serían la construcción privada, el comercio y la industria.

Como se desprende de las cifras anteriores, las proyecciones del escenario base suponen una moderación del crecimiento a partir de la segunda mitad del año: dicho comportamiento estaría recogiendo el efecto de las diferentes medidas adop-

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

	2004	2005	2006	2007 (proy)
<b>Consumo final</b>	4,8	4,9	5,6	6,3
Hogares	6,0	5,0	6,7	7,5
Gobierno	1,1	4,3	2,1	2,5
<b>Formación bruta de capital</b>	15,6	18,7	26,9	14,6
Formación bruta de capital fijo (FBCF)	15,0	18,9	18,0	13,9
FBCF sin obras civiles	22,0	16,7	18,1	14,8
Obras civiles	(7,9)	28,7	17,7	10,0
Variación de existencias	28,0	13,8	206,3	20,5
Demanda interna	6,6	7,4	9,9	8,2
Demanda interna sin variación de existencias	6,5	7,3	8,0	7,9
<b>Exportaciones totales</b>	10,0	7,0	7,8	6,7
<b>Importaciones totales</b>	19,8	19,9	21,3	16,2
<b>PIB</b>	4,9	4,7	6,8	5,8

(proy) proyectado.

Fuente: DANE, cálculos del Banco de la República.

tadas por la JDBR desde abril del año pasado, y que están encaminadas a garantizar el cumplimiento de las metas de inflación en el largo plazo.

### C. BALANZA DE PAGOS

Al comparar los pronósticos del informe de inflación de enero con los actuales, en especial los de precios internacionales de productos básicos, se observa que han mejorado las perspectivas macroeconómicas en el contexto externo para Colombia; al tiempo, se aumentaron los pronósticos de crecimiento de la economía colombiana para 2007. Ambos factores influyen en las proyecciones de los principales rubros de la balanza de pagos del país.

Los mejores términos de intercambio, sumados a una mayor demanda de productos colombianos por parte de Venezuela, aumentan las exportaciones colombianas por encima de lo que se proyectaba en enero. Paralelamente, el mayor dinamismo de la economía colombiana y en particular el buen desempeño de la inversión privada permiten prever un aumento importante de las importaciones durante el presente año. Por el lado de la cuenta de capitales, la confianza de los inversionistas internacionales en el buen desempeño de la economía colombiana permite suponer que los ingresos de recursos del exterior, en forma de inversión directa para financiar proyectos o para la adquisición de empresas, podrían superar las magnitudes del año anterior y continuar siendo la principal fuente de financiamiento externo del país.

*La inversión directa continuará siendo la principal fuente de financiamiento externo en 2007.*

*El crecimiento de la demanda prevista en el escenario base condujo a un aumento de la brecha del producto estimada para 2007.*

Un escenario de riesgo sobre el desempeño de la cuenta corriente del país estaría dado por la evolución de los precios internacionales del crudo, los cuales podrían tender al alza en los próximos años, como lo sugieren las cotizaciones más recientes de futuros.

## D. PRONÓSTICOS DE INFLACIÓN

### 1. Pronósticos

En esta sección se presenta la proyección de inflación del Banco de la República a un horizonte de ocho trimestres. Los pronósticos se obtienen considerando una política monetaria activa que permite la convergencia de la inflación a la meta de largo plazo (alrededor de 3%).

Los nuevos pronósticos de inflación están afectados por cuatro factores, fundamentalmente: 1) sólido crecimiento de la demanda, tanto interna como externa, que mantendrá las presiones sobre precios, en particular los de bienes y servicios no transables; 2) diversos choques de oferta que seguirán presionando al alza la inflación de alimentos y regulados; 3) presiones bajistas, las cuales pueden surgir por la apreciación reciente del tipo de cambio, y 4) aumento de las expectativas de inflación.

El crecimiento de la demanda previsto en el escenario base condujo a un aumento de las estimaciones de la brecha del producto para 2007: aquí se considera que ésta se encuentra entre 0,7% y 3,3%, con una alta probabilidad, lo que implica una estimación puntual para el promedio del año de +2%, mayor que la contemplada en el informe anterior (1,0%). Dicho aumento tiene en cuenta una importante acumulación de capital en los últimos años y una aceleración de la productividad laboral y total. Aunque estos dos fenómenos se traducen en un mayor crecimiento del PIB potencial de la economía, el crecimiento previsto para la demanda es superior, lo que aumenta las probabilidades de que se presenten presiones inflacionarias en el transcurso del año.

Con respecto a los choques de oferta, los relacionados con el fenómeno de El Niño tenderán a desaparecer a partir del mes de junio y durante el segundo semestre del año. Se estima que los precios de los bienes perecederos, los más afectados por este fenómeno, retornarán para finales de año a niveles similares a los observados en el cuarto trimestre de 2006. Dicha reducción permitiría revertir el aumento de 55 pp, aproximadamente, que se observó en la inflación anual total a comienzo de año por este concepto.

*El choque sobre precios asociados con el fenómeno de El Niño tenderá a desaparecer a partir de junio.*

Otros choques de oferta, tales como el aumento en los precios internacionales de los alimentos y el efecto de los altos precios de los combustibles en los regulados (transporte, gas, energía), tendrán un impacto más persistente en la inflación de alimentos y en la inflación total. Desde el supuesto del escenario base en donde no se presentan alzas adicionales en los precios externos de alimentos y combustibles,

los efectos de estos choques deberían extenderse hasta el primero o segundo trimestres de 2008.

Por otro lado, para lo que resta de este año y para los siguientes deberán presentarse presiones relacionadas con la fase de retención en la que estaría entrando la ganadería colombiana. Durante esta fase, que suele extenderse más allá de un año, se reduce el crecimiento de la oferta de carne y derivados, lo que genera presiones alcistas sobre la inflación, que son importantes dado el peso que estos rubros tienen en la canasta del consumidor.

Los precios de los alimentos, y quizá los de otros bienes y servicios, también seguirán afectados por una fuerte demanda proveniente de Venezuela. El análisis del contexto externo indica que la economía de dicho país seguirá expandiéndose a un alto ritmo durante 2007, manteniendo una demanda sólida por producción colombiana, especialmente si se tienen en cuenta los problemas de abastecimiento que enfrenta ese país y que no serían superados en este año. Los efectos de esta fuerte demanda deberán mantener presiones sobre los precios en Colombia durante todo el año.

La apreciación reciente del tipo de cambio ejercerá presiones deflacionarias en lo que resta del año, las cuales, deberán sentirse, principalmente, por medio de la inflación de transables, para la cual se proyecta una senda decreciente en buena parte de lo que resta del año. A un horizonte más amplio, el escenario base prevé un ligero aumento, dado que no se espera que el tipo de cambio siga apreciándose en los próximos trimestres; sin embargo, en el escenario base también se descarta una tendencia fuerte a la depreciación en 2007 y 2008. Por otro lado, la apreciación observada hasta la fecha podría compensar parte de la presión alcista que proviene de los mayores precios de los alimentos, esta posibilidad no ha sido plenamente considerada en los pronósticos del escenario base.

Finalmente, junto con las presiones de demanda, el aumento de las expectativas es el otro factor alcista sobre la inflación que más preocupa para el logro y consolidación de la estabilidad de precios en el largo plazo. Los aumentos de las expectativas registrados en los primeros tres meses del año, junto con los que vendrían en el segundo trimestre, contribuirían a aumentar la inflación en lo que resta de 2007 en las diferentes subcanastas del IPC, pero especialmente en la de no transables. Sin embargo, a un horizonte más amplio se espera que las expectativas retornen a niveles compatibles con las metas de largo plazo, una vez los efectos de los choques se reviertan y las medidas adoptadas por las autoridades monetarias tengan efectos sobre la inflación.

Dado todo lo anterior, el pronóstico en el escenario central muestra un aumento adicional, pero transitorio, de la inflación total hasta mediados del presente año, a partir del tercer trimestre, la inflación retomará una tendencia decreciente que se sostendría en 2008 y permitiría su convergencia a la meta de largo plazo (3%) (Cuadro 10).

*Para lo que resta del año y para los siguientes se esperan presiones sobre precios relacionados con la fase de retención ganadera.*

*Los precios de los alimentos seguirán afectados por una fuerte demanda proveniente de Venezuela.*

*La demanda y el aumento de las expectativas podrían ejercer presiones a las tasas sobre la inflación.*

PRÓNOSTICOS DEL MODELO CENTRAL (MMT) <sup>a/</sup>  
(PORCENTAJE)

	Inflación total	Inflación de alimentos	Inflación sin alimentos			Brecha del producto	
			Total	No transables	Transables		Regulados
Mar-07	5,8	8,9	4,4	4,9	2,0	7,5	2,0
Jun-07	6,0	10,0	4,3	5,2	1,5	7,8	2,0
Sep-07	5,3	8,5	4,0	5,3	1,2	5,6	2,0
Dic-07	4,9	7,0	4,0	4,9	1,6	6,0	1,8
Mar-08	4,1	4,8	3,8	5,0	1,6	5,2	1,4
Jun-08	3,6	2,4	4,0	5,0	2,3	4,6	0,9
Sep-08	3,6	2,5	4,1	5,1	2,6	4,1	0,4
Dic-08	3,7	3,1	4,0	4,8	3,0	3,5	(0,1)
Mar-09	3,7	2,8	4,0	4,5	3,4	3,9	(0,4)

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

El descenso de la inflación total a partir de junio estaría explicado por el comportamiento de la inflación de alimentos, gracias a la normalización en el precio de los alimentos primarios, una vez se hayan superado los efectos del fenómeno de El Niño, el cual también contribuiría a la reducción de la inflación anual de regulados, por efectos de una base estadística de comparación alta en 2006 y porque los efectos de los aumentos en los combustibles que desencadenaron altos reajustes en transporte y servicios públicos (gas) deberán ceder.

Los pronósticos indican que la inflación anual de no transables tendería a aumentar gradualmente en los próximos dos trimestres, lo que estaría asociado, principalmente, con el alto ritmo de crecimiento previsto para la demanda y con menores excesos de capacidad productiva. Para un horizonte de pronóstico más largo se espera que las presiones inflacionarias de demanda cedan paulatinamente como resultado de las medidas de política adoptadas por la JDBR. Esto permitirá que la inflación de dicha subcanasta se estabilice inicialmente alrededor de 5,0%, y luego converja a la meta de largo plazo (finales de 2008 y en 2009). Este proceso de convergencia es lento dado el rezago con el que se transmiten los movimientos de las tasas de intervención y otras medidas a las tasas de mercado y al crédito. La reducción en la inflación de no transables también es afectada adversamente por el aumento reciente de las expectativas y por la propia inercia que caracteriza su comportamiento.

Finamente, la inflación sin alimentos tendería a aumentar ligeramente hacia mediados de año, impulsada por los ajustes en regulados y no transables ya señalados; Sin embargo, a partir de la segunda mitad de 2007 retomaría una tendencia descendente que le permitiría terminar el año cerca del punto medio del rango meta. Hacia 2008 la inflación sin alimentos se mantendría alrededor de 4% y comenzaría a disminuir y converger hacia las metas de largo plazo.

*El descenso de la  
inflación a partir de  
junio estaría explicado  
por alimentos y  
regulados.*

Así las cosas, la reducción de la inflación total y la estabilidad de la inflación básica prevista para los próximos trimestres y para 2008 señala que buena parte de los aumentos recientes en la inflación serían transitorios y se devolverían en los próximos cuatro trimestres, lo cual ocurriría tanto por la naturaleza misma de los choques que han afectado la inflación, como por los efectos de las medidas adoptadas por la JDBR sobre las presiones inflacionarias de demanda.

*Parte de los aumentos recientes de la inflación son transitorios y se devolverían en los próximos cuatro trimestres.*

En el pronóstico central está implícito el hecho de que el crecimiento de la demanda se modera, junto con el crecimiento del crédito a partir del segundo semestre del año y que, gracias a ello, los excesos de capacidad productiva no se seguirán reduciendo y la brecha del producto no se ampliaría. Igualmente, el pronóstico supone que el aumento de las expectativas de inflación no continúa en el segundo semestre, por tanto, no tendría repercusiones importantes sobre el proceso de fijación de salarios a comienzos del próximo año.

## 2. Riesgos

El escenario central enfrenta riesgos en ambas direcciones:

Los riesgos al alza:

- Quizá el más importante es el que surgiría de un posible crecimiento interno mayor que el previsto, lo que podría darse si los aumentos de tasas de interés impulsados por la autoridad monetaria no tienen los efectos de moderación esperados en el crédito y en el consumo. En este caso, cabría esperar un crecimiento de la demanda interna durante el segundo semestre de 2007 cercano al 10%, como viene sucediendo desde mediados del año pasado, cuyo resultado sería mayores presiones sobre la capacidad productiva y el aumento de las presiones inflacionarias y, en particular, en una inflación de no transables mayor que la prevista en el escenario base.
- El aumento de las expectativas recientemente observado podría tener un efecto más permanente sobre la inflación que el previsto en el escenario base si afecta las negociaciones salariales. Esto es más factible en un contexto de fuerte crecimiento como el actual, cuando podrían surgir cuellos de botella en el mercado laboral.
- El efecto inflacionario de algunos choques de oferta y de demanda externa puede estar subestimado: es el caso del crecimiento de la demanda venezolana sobre los precios de los alimentos en Colombia, y el papel de la fase de retención ganadera en los precios de la carne y sus derivados.
- En el pronóstico, los precios de los regulados convergen rápidamente a las metas de largo plazo. Dado el comportamiento tradicional de esta serie y las tendencias recientes, este pronóstico está rodeado de una alta incertidumbre.

*Existe riesgo de que los choques inflacionarios de los choques de oferta y de la demanda externa sean mayores que los previstos en el escenario base.*

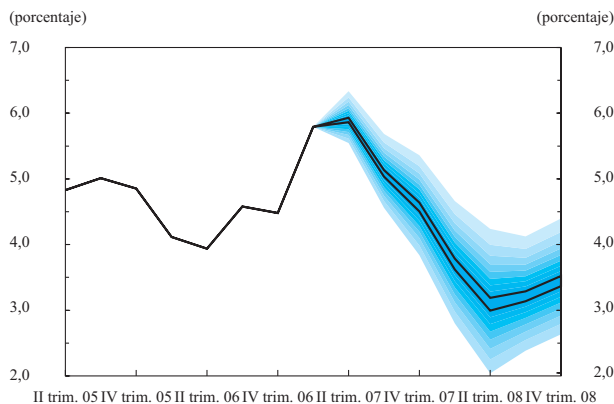
Los riesgos a la baja:

- La reducción de precios de alimentos primarios en el segundo semestre de este año podría ser más fuerte que la contemplada en el escenario base, en vista del fuerte repunte que estos precios exhibieron a comienzos de año. Episodios anteriores del fenómeno de El Niño han mostrado una correlación entre la magnitud de los aumentos de precios y sus disminuciones en meses posteriores; ya que, la oferta de alimentos primarios tiende a responder más cuando las alzas de precios son más pronunciadas.
- El escenario base supone que los precios externos de biocombustibles y alimentos permanecen altos en lo que queda de 2007 y en 2008, pero no se puede descartar una reacción de la oferta mundial que induzca una caída en sus niveles. Esto aliviaría las presiones sobre la inflación interna en el próximo año y medio.
- Las condiciones externas previstas para Colombia en los próximos dos años son muy buenas y esto puede atraer más capitales de los contemplados en el escenario base, trayendo como consecuencia mayores presiones hacia la apreciación del tipo de cambio.

En el Gráfico 33 se presenta el balance de riesgo condensado en el *Fan Chart*, junto con la tabla de probabilidades. Como siempre, debe tenerse en cuenta que estos resultados, al igual que los del pronóstico central, suponen una política monetaria activa, que se ajusta para garantizar el cumplimiento de las metas de largo plazo.

GRÁFICO 33

DISTRIBUCIÓN DE PROBABILIDADES DEL PRONÓSTICO DE LA INFLACIÓN (FAN CHART) <sup>a/</sup>



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

Rangos de inflación (%)	Probabilidad (%)	
	Diciembre 2007	Diciembre 2008
mayor a 5,5	7,0	0,1
menor a 5,5	93,0	99,9
menor a 5,0	65,7	98,9
menor a 4,5	30,0	92,1
menor a 4,0	8,5	70,6
menor a 3,5	1,4	38,7
menor a 3,0	0,1	14,0

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

**PROYECCIONES MACROECONÓMICAS  
DE ANALISTAS LOCALES Y EXTERNOS**

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

**I. Proyecciones para 2007**

En el Cuadro A1 se presentan los pronósticos para 2007: en promedio, los analistas locales esperan un crecimiento económico de 5,5%, 22 pb por encima del pronóstico del trimestre anterior, y los extranjeros de 5,7% (66 pb por encima). Igual que en el informe anterior las expectativas mejoraron, reflejando el buen momento que muestran los indicadores económicos de demanda y de oferta, el alto crecimiento del crédito y el hecho de que el índice de confianza del consumidor de Fedesarrollo se mantiene en niveles cercanos a su máximo histórico, lo cual permite esperar un buen crecimiento del consumo privado.

**CUADRO A1  
PROYECCIONES PARA 2007**

	<b>Crecimiento del PIB real (porcentaje)</b>	<b>Inflación IPC (porcentaje)</b>	<b>Tasa de cambio nominal fin de</b>	<b>DTF nominal (porcentaje)</b>	<b>Déficit fiscal (porcentaje del PIB)</b>	<b>Tasa de desempleo, trece ciudades (porcentaje)</b>
<b>Analistas locales</b>						
BBVA Ganadero	5,9	4,4	2.134	8,8	0,9	10,9
Bancolombia-Suvalor	5,7	4,7	2.194	8,5	0,7	10,7
Corficolombiana-Corfivalle	6,0	4,5	2.330	n.d.	n.d.	n.d.
Banco de Bogotá	5,0	4,8	2.132	7,7	1,4	12,8
Correval	5,3	5,1	2.250	7,5	1,0	12,7
Alianza Valores	5,2	4,8	2.069	8,0	0,5	11,5
Banco Santander	5,7	4,5	2.225	8,3	0,9	11,8
<b>Promedio</b>	<b>5,5</b>	<b>4,7</b>	<b>2.191</b>	<b>8,1</b>	<b>0,9</b>	<b>11,7</b>
<b>Analistas externos</b>						
CS First Boston	6,0	4,5	2.280	n.d.	1,7	n.d.
J. P. Morgan Chase	6,0	4,7	2.300	n.d.	1,7	n.d.
Goldman Sachs	5,0	4,5	2.380	n.d.	1,0	n.d.
Deutsche Bank	5,4	4,3	2.342	n.d.	1,2	n.d.
Citi	5,7	4,7	2.200	n.d.	1,3	n.d.
Bear Stearns	6,3	5,0	2.250	8,8	0,3	10,0
<b>Promedio</b>	<b>5,7</b>	<b>4,6</b>	<b>2.292</b>	<b>n.d.</b>	<b>1,2</b>	<b>n.d.</b>

n.d. No disponible.

Fuente: Banco de la República con base en información suministrada a través de encuestas electrónica y telefónica.

En cuanto a la inflación, el pronóstico de los analistas locales aumentó 62 pb, mientras que el de los extranjeros lo hizo en 29 pb para situarse en 4,7% y 4,6%, respectivamente. Ambas cifras se encuentran por encima del rango meta para este año (entre 3,5% y 4,5%), lo cual no sucedía desde mediados de 2005.

Con respecto al tipo de cambio, y como ha venido sucediendo en los últimos dos años, los pronósticos han sido nuevamente revisados a la baja: en promedio los analistas locales redujeron su pronóstico en \$84 (a \$2.191) y los extranjeros en \$95 (a \$2.292); es decir, los primeros esperan una apreciación de 2,2% y los segundos de 2,3%, en promedio, en comparación con el nivel de la tasa de cambio a finales de 2006. La máxima depreciación esperada es 5,9% (\$2.380), y la mínima de -8,2% (\$2.069 por dólar).

Para la DTF los analistas locales aumentaron en 84 pb su pronóstico y esperan que termine el año en 8,1%, lo que implica un incremento de cerca de 60 pb por encima de su nivel actual. Para el déficit fiscal consolidado esperan que sea del orden de 1% del PIB, un poco por debajo de la última proyección del Confis (1,3% para el sector público consolidado). Por último, el pronóstico de la tasa de desempleo en trece ciudades se situó en 11,7%, lo cual podría sugerir que los analistas no esperan que los recientes incrementos en las mediciones del DANE vayan a mantenerse en el futuro (aunque subieron sus pronósticos en 100 pb frente al trimestre anterior).

## **II. Proyecciones para 2008**

Para 2008 los analistas locales prevén 4,8% de crecimiento y los extranjeros un 4,9% (Cuadro A2). Para la inflación ambos esperan 3,9%, en la parte alta del rango en el cual se definirá la meta de inflación puntual de ese año (entre 3% y 4%). En cuanto al tipo de cambio, los locales esperan, en promedio, una devaluación anual de 2,8%, frente a los pronósticos para fin de 2007, y los extranjeros de 4,3%. De esta manera, a finales de 2008 la TRM se ubicaría según los locales en \$2.254, y los extranjeros en \$2.392, lo cual implica que de acuerdo con los locales habría una devaluación acumulada de 0,7% entre 2007 y 2008 frente a los niveles de fin de 2006, y según los extranjeros la devaluación sería de 6,4%.

**CUADRO A2**  
**PROYECCIONES PARA 2008**

	<b>Crecimiento del PIB real (porcentaje)</b>	<b>Inflación IPC (porcentaje)</b>	<b>Tasa de cambio nominal fin de</b>
<b>Analistas locales</b>			
BBVA Ganadero	4,7	3,6	2.168
Bancolombia-Suvalor	5,0	3,8	2.228
Corficolombiana-Corfivalle	5,0	4,2	2.400
Banco de Bogotá	4,5	3,5	2.150
Correval	4,5	4,2	2.300
Alianza Valores	n.d.	n.d.	n.d.
Banco Santander	5,1	4,0	2.280
<b>Promedio</b>	<b>4,8</b>	<b>3,9</b>	<b>2.254</b>
<b>Analistas externos</b>			
CS First Boston	5,0	4,0	2.306
J. P. Morgan Chase	5,5	4,2	2.350
Goldman Sachs	4,0	3,8	2.500
Deutsche Bank	5,4	3,6	2.464
Citi	4,5	3,8	2.443
Bear Stearns	5,0	4,2	2.290
<b>Promedio</b>	<b>4,9</b>	<b>3,9</b>	<b>2.392</b>

n.d. No disponible.

Fuentes: Banco de la República con base en información suministrada por los analistas.